

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

**MESTRADO EM CONTABILIDADE, FISCALIDADE E
FINANÇAS EMPRESARIAIS**

**IMPACTO DA *CORPORATE GOVERNANCE* NA
PERFORMANCE DAS EMPRESAS COTADAS EM BOLSA:
O CASO PORTUGUÊS**

JOANA SOFIA MARTINS MOTA

Orientação: Doutora Maria João Coelho Guedes

Júri:

Presidente: Doutor Eduardo Barbosa do Couto, professor auxiliar do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa;

Vogais: Doutor Pedro Luís Pereira Verga Matos, professor auxiliar do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa;

Doutora Maria João Coelho Guedes, professora auxiliar do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa.

Setembro/2011

Resumo

Este estudo analisa a relação existente entre a concentração de propriedade do capital, assim como a dimensão e estrutura do *board*, e a *performance* das empresas, entre os anos de 2007 a 2009. Para tal, utilizou-se uma amostra constituída por empresas portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa e aplicou-se um modelo de regressão com dados em painel para aferir as hipóteses enunciadas. Os principais resultados diferem de acordo com a forma de mensuração da *performance*. Através do Q de Tobin, nenhuma variável se apresenta como importante para explicar a *performance*, contrariando grande parte da literatura existente. Utilizando o ROA, apenas a dimensão do *board* tem um impacto positivo e significativo na explicação da variação da *performance*. Finalmente, quando se considera o ROE, a concentração de propriedade e a independência dos membros do *board* (variável criada porque nem todos os membros externos cumprem os critérios de independência) apresentam evidência em como influenciam positivamente a *performance* das empresas.

Palavras-chave: *Corporate governance*, teoria de agência, *board*, *performance*, dados em painel.

Abstract

This study analyzes the relationship between the concentration of capital ownership, as well as the size and structure of the board, and the performance of companies, between the years 2007 to 2009. To this end, we used a sample of Portuguese companies listed on Euronext Lisbon and applied a regression model with panel data to assess the hypotheses set forth. The main results differ according to the form of the performance measurement. Using Tobin's Q, no variable is significant in explaining performance, contrary to much of the existing literature. Using ROA, only the size of the board has a positive and significant impact in explaining the variation of performance. Finally, when considering ROE, this study presents evidence on how the concentration of ownership and the independence of board members (a variable created because not all external members comply with the independence criteria) positively affect the performance of companies.

Keywords: Corporate governance, agency theory, board, performance, panel data.

Índice de conteúdos

Resumo	ii
Abstract.....	iii
Índice de tabelas	v
Lista de siglas e acrónimos.....	vi
Agradecimentos	vii
1. Introdução.....	1
2. Revisão de literatura	4
2.1. <i>Corporate governance</i> e a sua importância	4
2.2. <i>Corporate governance</i> em Portugal.....	6
2.3. Teoria de agência. Papel do <i>board</i> , accionistas e outros <i>stakeholders</i>	9
2.4. Mecanismos de <i>corporate governance</i>	10
2.5. Relação entre <i>corporate governance</i> e <i>performance</i>	13
2.5.1. Concentração de propriedade e <i>performance</i>	14
2.5.2. Dimensão do <i>board</i> e <i>performance</i>	17
2.5.3. Estrutura do <i>board</i> e <i>performance</i>	18
3. Dados e metodologia	21
3.1. Definição da amostra e recolha de dados.....	21
3.2. Definição das variáveis	22
3.2.1. Variáveis de <i>performance</i>	23
3.2.2. Variáveis de <i>corporate governance</i>	25
3.2.3. Variáveis de controlo	30
3.3. Metodologia de análise	31
3.4. Hipóteses de estudo	34
4. Resultados e análise empírica.....	35
5. Conclusões, limitações e investigação futura	46
5.1. Conclusões	46
5.2. Limitações e investigação futura	47
Referências bibliográficas	49
Anexos.....	57

Índice de tabelas

Tabela 1 – Descrição das variáveis de CG.....	29
Tabela 2 – Sinais esperados para as variáveis independentes	33
Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis.....	36
Tabela 4 – Matriz de correlação das variáveis.....	37
Tabela 5 – Teste de Hausman	38
Tabela 6 – Resultados dos modelos de regressão – Variável dependente Q	39
Tabela 7 – Resultados dos modelos de regressão – Variável dependente ROA	41
Tabela 8 – Resultados dos modelos de regressão – Variável dependente ROE	43
Tabela 9 – Teste de Ramsey.....	45
Tabela A – Lista de empresas incluídas na amostra – PSI Geral	57
Tabela B – Variáveis incluídas na análise metodológica	58

Lista de siglas e acrónimos

ACEGE – Associação Cristã de Empresários e Gestores
BCCI – *Bank of Credit and Commerce International*
CEO – *Chief Executive Officer*
CG – *Corporate Governance*
CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CSC – Código das Sociedades Comerciais
CVM – Código dos Valores Mobiliários
EUA – Estados Unidos da América
GLS – *Generalized Least Squares*
ICG – Índice de *Corporate Governance*
IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*
LSDV – *Least Squares Dummy Variable*
OCDE – Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económico
OLS – *Ordinary Least Squares*
PME – Pequena e Média Empresa
PSI – *Portuguese Stock Index*
ROA – *Return on Assets*
ROE – *Return on Equity*
SAD – Sociedade Anónima Desportiva
STATA – *Data Analysis and Statistical Software*
UK – *United Kingdom*
USA – *United States of America*

Agradecimentos

O meu percurso no Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG), da Universidade Técnica de Lisboa (UTL), começou em 2005 e desde então a minha aprendizagem e o crescimento como indivíduo têm sido bastante enriquecedores. O Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais permitiu-me consolidar algumas ideias e preparar-me melhor para o mundo empresarial.

Os meus agradecimentos vão em primeiro lugar para a minha orientadora, Professora Doutora Maria João Guedes, pela sua simpatia, sabedoria, tempo, interesse e participação. Sem a sua ajuda, a elaboração desta dissertação teria sido uma tarefa muito mais complicada.

Gostaria de agradecer aos meus queridos amigos e colegas do ISEG pela sua amizade ao longo do meu percurso académico.

Finalmente, gostaria de agradecer à minha família e namorado por terem acreditado em mim e nas minhas capacidades e pela paciência demonstrada durante todo o tempo de elaboração deste estudo. Dedico ainda um agradecimento especial ao meu pai, Francisco Mota, que muitos sacrifícios fez para permitir que eu e os meus irmãos tivéssemos um curso superior, meta que não lhe foi possível alcançar, uma vez que a dura vida que teve não lhe deu a mesma oportunidade que disponibilizou aos seus filhos.

1. Introdução

Num ambiente cada vez mais global e competitivo, a problemática de como assegurar o interesse do accionista, detentor do capital investido, sem deteriorar a relação com os gestores da empresa, levanta sérias questões. O que terá levado a que grandes empresas, como a Enron ou a Worldcom, fossem à falência? Existem mecanismos para regular a relação entre o accionista e o gestor? Como é que as decisões do *board* influenciam a rendibilidade do accionista? Qual é a relação entre os mecanismos de *corporate governance* implementados e a *performance* de uma determinada empresa? Obter uma resposta a estas questões torna-se fundamental para perceber de que forma poderá ser maximizada a criação de valor para o investidor.

Esta dissertação tem como objectivo perceber qual o impacto da *corporate governance* na *performance* das empresas, com aplicação ao caso das sociedades portuguesas cotadas na bolsa *Euronext* Lisboa, nomeadamente do PSI Geral. Para concretizar este objectivo, foram seleccionados alguns mecanismos de *corporate governance* da literatura (entre os muitos existentes): a concentração de propriedade e a dimensão e estrutura do *board* (membros não executivos e/ou independentes). O horizonte temporal de análise é de três anos (2007, 2008 e 2009) e o tratamento estatístico utilizado foi o de dados em painel.

De uma forma geral, o conceito de *corporate governance* relaciona-se com a forma como os financiadores de capital de uma empresa actuam para assegurar o retorno do seu investimento (Shleifer e Vishny, 1997).

Este tema tem sido abordado desde os tempos de Berle e Means (1932), debatendo-se o problema da separação entre a propriedade legal das empresas e o controlo das mesmas. Este problema tem o nome de teoria de agência. De acordo com Jensen e Meckling (1976), a relação de agência deve-se aos problemas de coordenação que existem entre gestores e accionistas e, tal como os custos associados aos mesmos, têm sido amplamente investigados na literatura, nomeadamente no que diz respeito ao impacto na *performance* das empresas.

A concentração de propriedade tem sido considerada como um mecanismo de *governance* que incentiva a monitorização, levando a uma *performance* superior da empresa (Leech e Leahy, 1991). Muitos estudos defendem que uma maior concentração do capital da empresa leva a que os accionistas tenham o incentivo para realizar um

maior acompanhamento das decisões do *board*, reflectindo-se depois através de um impacto positivo na *performance*, medida por exemplo pelo rácio Q de Tobin, como Shleifer e Vishny (1986), Morck *et al.* (1988) ou McConnell e Servaes (1990), entre outros. Contudo, outros estudos chegaram à conclusão que esta relação é insignificante e, por vezes até negativa (Demsetz e Lehn, 1985, Prowse, 1992 ou Thomsen, 2004). Outras medidas de *performance* também muito utilizadas são a rendibilidade do activo (ROA) e a rendibilidade do capital próprio (ROE).

Outro mecanismo de *governance* abordado nesta dissertação refere-se ao *board*. Vários estudos verificaram que a *performance* das empresas aumentava com *boards* de pequenas dimensões (Lipton e Lorsch, 1992, Jensen, 1993 e Hermalin e Weisbach, 2003), uma vez que *boards* de maior dimensão são mais propensos a que os problemas de agência aumentem, assim como a falta de coordenação entre um elevado número de membros (Dalton *et al.*, 1999). A estrutura do *board*, no que respeita à proporção de membros externos (não executivos e/ou independentes), influencia também a *performance* das empresas, mas a literatura não é consensual, apresentando um misto de resultados. Alguns estudos sugerem que a *performance* é melhor em empresas com um *board* dominado por membros externos (como Weisbach, 1988, Resenstein e Wyatt, 1990 e McKnight e Mira, 2003). Por outro lado, estudos como os de Yermack (1996), Agrawal e Knoeber (1996) ou Klein *et al.* (2004) sugerem que um maior número de membros externos tem um impacto negativo na *performance* das empresas.

Os resultados alcançados nesta dissertação variam de acordo com a forma como a *performance* é mensurada (Q de Tobin, ROA ou ROE). Quando se utilizou o Q de Tobin, obtiveram-se resultados atípicos, onde nenhuma das variáveis se mostrou significativa na explicação da variável dependente e os sinais dos coeficientes estimados não corresponderam aos esperados (apenas na variável de independência do *board*, IBOARD, se obteve o sinal esperado, positivo). No caso em que o ROA era a variável dependente, apenas a dimensão do *board* se apresentou como importante, mas apresentou um impacto positivo no ROA, ao invés de negativo, como seria de esperar. Utilizando o ROE, a concentração de propriedade e a independência dos membros do *board* são bastante significativas na explicação da *performance* das empresas e apresentam coeficientes com sinal positivo, tal como previsto.

A motivação para a elaboração deste estudo surge do interesse em tentar perceber com algum detalhe se o caso português, no que diz respeito à relação entre os mecanismos de *governance* e a *performance* das empresas, vai de encontro ao que acontece noutros países. Deste modo, nos dias de hoje torna-se cada vez mais fundamental perceber, em cada país/mercado, como é que as empresas actuam de forma a maximizar o valor para o accionista e se este desempenha ou não uma parte activa neste processo. Este estudo procura contribuir para a discussão do tema em Portugal, analisando o efeito que algumas características de *corporate governance* têm sobre a *performance* das empresas, assim como ser mais uma via de análise comparativa sobre este tema.

O resto da dissertação está estruturado como se segue. A secção 2 inclui a revisão de literatura, que fornece a base teórica para o desenvolvimento do trabalho. Aqui são definidos os conceitos em análise, nomeadamente *corporate governance* e *performance*, referindo-se também alguns estudos que relacionam os vários conceitos. Na secção 3, referente aos dados e metodologia, é definida a amostra e realizada a recolha de dados, são definidas as variáveis, identificadas as hipóteses de estudo, assim como escolhida a metodologia para estudar as hipóteses. A quarta secção apresenta os resultados e a discussão dos mesmos. Por fim, a secção 5 apresenta as conclusões finais, as limitações do trabalho e sugestões de investigação futura.

2. Revisão de literatura

2.1. *Corporate governance* e a sua importância

O tema de *corporate governance*¹ (CG) tem sido muito abordado ao longo da história e a sua importância tem crescido significativamente, em especial nos últimos anos, tornando-se mais intensa a discussão sobre a necessidade de as organizações adoptarem melhores práticas de gestão. A CG tem assumido um papel de destaque no fortalecimento das relações entre os diferentes *stakeholders*², com maior evidência na relação entre o gestor e o accionista, procurando-se uma maior justiça, comunicação e transparência de informação. Campbell (1997) refere que, em termos legais, os accionistas são os donos da empresa. Estes são os únicos *stakeholders* que podem intervir na gestão da empresa de forma a extrair mais valor para si, uma vez que têm direitos legais a seu favor que os outros tipos de intervenientes não têm. A forma como a CG está presente nas empresas tem gerado grandes discussões não apenas nas chamadas “pequenas economias”, mas também nas economias de maior dimensão.

A origem da temática de CG é usualmente associada a Berle e Means (1932), que exploraram a evolução das grandes empresas através da esfera legal e económica, argumentando que no mundo moderno aqueles que têm a propriedade legal sobre as empresas foram separados do seu controlo. No entanto, também já Smith (1776) referia de alguma forma este assunto, argumentando que dos directores das empresas não se pode esperar que cuidem do dinheiro de terceiros com a mesma vigilância aturada com que frequentemente os membros de uma sociedade privada cuidam do seu. Acrescenta ainda que a negligência e o desperdício têm sempre, mais ou menos, que prevalecer na administração dos negócios de empresas deste tipo.

Existem muitas definições de CG presentes na literatura. Shleifer e Vishny (1997) defendem que a CG se relaciona com a forma como os financiadores de capital de uma empresa actuam para assegurar o retorno do seu investimento. Monks e Minow (2001) descrevem-na como a relação entre vários participantes na determinação da direcção e desempenho das empresas. Os participantes primários são os accionistas, os

¹ Governo das sociedades, em português.

² Indivíduos ou grupos de indivíduos, internos ou externos à empresa, com diferentes interesses na mesma.

gestores (liderados pelo *Chief Executive Officer*, ou simplesmente CEO) e o *board*³. Os empregados, clientes, fornecedores, credores e a sociedade são outros dos possíveis participantes (*stakeholders*). Podemos ainda definir este conceito como o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas (OCDE, 1999). É definida a distribuição dos direitos e responsabilidades de todos os participantes envolvidos na empresa, a direcção, os gestores, os accionistas e as restantes partes interessadas, e quais as regras e procedimentos para as tomadas de decisão. Ao fazer isso, é fornecida a estrutura através da qual os objectivos da empresa são estabelecidos e os meios para alcançá-los e para monitorizar a *performance*.

Durante os anos noventa do séc. XX surgiram vários códigos, tais como o Código de Cadbury (1992) e os Princípios da OCDE (1999), como resposta a problemas de CG. O primeiro tinha como objectivo reagir a escândalos de empresas britânicas (BCCI⁴, por exemplo) e o segundo serviu como uma referência para ajudar os países-membros a avaliar e melhorar os seus sistemas de CG, permitindo também a difusão mundial deste tipo de códigos. Contudo, este tema ganhou uma maior relevância e destaque quando surgiram os grandes escândalos financeiros do início do séc. XXI, as falências de empresas de grandes dimensões, como a Worldcom ou a Enron nos Estados Unidos da América (EUA), ou a italiana Parmalat na Europa, envolvendo milhares de milhões de euros. Estas empresas têm em comum o facto de o seu desaire se dever a abusos na aplicação de normas contabilísticas, existir uma falha grave na aplicação da CG e um sentimento de ganância de quem administrava as empresas. No seguimento destes escândalos, surgiu nos EUA a *Sarbanes-Oxley Act*⁵. O principal objectivo desta lei foi recuperar a credibilidade do mercado de capitais, evitando a incidência de novos erros, como os que contribuíram para a quebra de grandes empresas. Foram criadas leis com base nos princípios de uma boa CG que criaram um conjunto de novas responsabilidades e sanções aos gestores de forma a evitar fraudes. No caso de Portugal, também se tem assistido a um crescimento da importância deste tema e o mesmo será também abordado nesta dissertação.

³ Conselho de administração, em português.

⁴ *Bank of Credit and Commerce International*. Foi um banco criado em 1978 por um paquistanês, Agha Hasan Abedi, com sede em Londres.

⁵ Lei federal americana, promulgada a 30 de Julho de 2002, que surgiu como reacção a vários escândalos de contabilidade e CG.

Deste modo, os escândalos referidos, assim como outros não mencionados, contribuíram em muito para questionar com mais ênfase a eficácia dos modelos de CG utilizados, colocando em causa o modo como era acompanhada a gestão e ajudando a impulsionar uma mudança na forma como se abordava a esta temática.

Existem vários modelos de CG (Anglo-Saxónico e Continental, por exemplo) com características diferentes relacionadas, entre outras, com a relação entre os diversos *stakeholders* ou a estrutura de propriedade do capital. Maher e Andersson (1999) defendem que não há um modelo único e óptimo de CG. Segundo estes autores, a adequação das regras de CG depende de vários factores, como o enquadramento legislativo, a composição accionista da empresa, a maturidade e especificidades do sistema judicial de cada país, o nível de ética padrão da sociedade, etc.

Em suma, melhores práticas de CG são um imperativo estratégico para as empresas, de forma a fazer face a novos desafios de gestão. Um estudo da McKinsey, em 2002, concluiu que níveis menos rigorosos de CG conduzem a uma menor eficácia da gestão, a maiores prémios de risco exigidos pelos investidores e credores e a uma menor *performance* das empresas. É portanto da responsabilidade das empresas orientarem os seus esforços no sentido de melhorar as suas práticas de CG, como uma tendência definitiva, para atingirem um maior valor para o accionista e alcançarem vantagens competitivas sustentáveis.

2.2. Corporate governance em Portugal

A ideia primordial subjacente à CG é a de que as sociedades cotadas devem estar à altura das expectativas nelas depositadas pelos investidores. Nesta conformidade, cada empresa deve ser gerida em benefício de todos os accionistas e não em função de interesses individuais ou de interesses de determinados grupos de accionistas.

As boas práticas de *governance*, ainda que dirigidas às sociedades cotadas, devem ser vistas como de interesse para todas as sociedades, incluindo as pequenas e médias empresas (PME's) que caracterizam o tecido empresarial português. De notar que o grau de difusão do conceito de CG e das suas implicações é muito baixo entre o tecido empresarial português não cotado (Livro Branco sobre CG em Portugal, 2006). De acordo com um inquérito realizado aos associados da ACEGE – Associação Cristã

de Empresários e Gestores, referido igualmente no Livro Branco sobre CG em Portugal (2006), de um total de 138 respondentes, num universo de 450 inquiridos, apenas 54% declararam conhecer os objectivos subjacentes à problemática em questão.

Em 1999, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)⁶ reflectiu sobre a questão da CG e, baseando-se no trabalho “Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades”, transpôs alguns destes princípios para o mercado português. A CMVM considera que uma adequada política de CG deve: garantir a transparência; assegurar a defesa dos accionistas e dos credores; responsabilizar os gestores pelos incumprimentos de objectivos e pelas violações à lei; não impedir a maximização de *performance*; ser conforme aos *standards* internacionais e ser ajustada à realidade do país.

Em 2001, foi acentuado o relevo da informação, sob o princípio “*comply or explain*”, ao obrigar as sociedades cotadas a divulgar se, e em que medida, cumprem tais obrigações ou, caso não o façam, explicar por que tal não acontece, podendo mesmo vir a ser penalizadas. Para que o modelo de CG de cada empresa cotada seja conhecido, estas têm de divulgar um relatório de CG, juntamente com as contas da empresa. Algumas das informações presentes nesse relatório têm de ser sobre a política de dividendos, cargos exercidos por administradores em outras empresas ou ainda os processos de decisão empresarial, entre outras. Nos anos de 2003 e 2005 foram ainda introduzidas ou revistas mais recomendações.

É notório que a visibilidade do tema de CG no nosso país tem-se tornado bastante significativa, envolvendo investidores, entidades reguladoras e a própria sociedade civil. Em Maio de 2004 foi criado o Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), que definiu nessa altura como principal missão a ser prosseguida, a elaboração de um Livro Branco sobre CG em Portugal. Este objectivo foi definido por se reconhecer que em Portugal não existia praticamente nenhum material sobre este tema que vinha ganhando cada vez mais importância no nosso país assim como no resto do mundo.

A publicação do “Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal”, que aconteceu em 2006, contribuiu para o debate fundamentado destas matérias. Este documento comporta, além de uma componente de Livro Branco, uma componente de Código de Bom Governo, materializado num amplo conjunto de recomendações

⁶ Autoridade a quem compete regular e supervisionar o funcionamento dos mercados de valores mobiliários em Portugal e a actividade de todas as entidades que intervêm nesses mercados.

dirigidas a uma pluralidade de destinatários. Este código procurou preencher uma lacuna existente no nosso país. Ao contrário do que se passava em grande parte dos países da OCDE, não existia em Portugal um código de boas práticas que abrangesse a generalidade dos mecanismos de *governance*.

Deste modo, o IPCG quis contribuir para a transparência, o rigor e a modernização do mercado de capitais português, transmitindo a ideia de que se as empresas cumprirem pelo menos uma parte das recomendações, uma melhor *performance* e um aumento de credibilidade junto dos agentes económicos será uma realidade.

Além das recomendações e regulamentos da CMVM e do Livro Branco, e ainda do Código das Sociedades Comerciais (CSC) e do Código dos Valores Mobiliários (CVM), foi lançado em Janeiro de 2010 o “Projecto de Código de Bom Governo das Sociedades”. Este código, com autoria do IPCG, tem como objectivo dar continuidade ao conjunto de recomendações publicadas no “Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal”, fazendo referência a um conjunto de princípios e de recomendações que abrangem os principais tópicos de *governance* das sociedades. Os principais destinatários deste código são as sociedades cotadas (sem prejuízo de outras sociedades não cotadas ou mais pequenas poderem aplicar este código), tendo em conta a crescente relevância das bolsas de valores no contexto do financiamento das empresas, associada ao processo de globalização e progressiva integração dos mercados de capitais. É esperado que nos primeiros meses do segundo semestre do ano de 2011 exista uma versão final do documento para aprovação, de acordo com Pedro Rebelo de Sousa, presidente do IPCG. Depois da aprovação, este código será uma alternativa ao do regulador do mercado de capitais, uma vez que a lei permite que as sociedades tenham a hipótese de optar por outro código que não o da CMVM.

Em relação a estudos empíricos sobre este tema, realizados em Portugal, verificou-se que até meados da primeira década do séc. XXI estes eram poucos. Destacaram-se, entre outros, os estudos realizados pela CMVM relativos a práticas das empresas cotadas, Alves e Mendes (2001) e Moreira *et al.* (2004). Os estudos da CMVM concluíram que de uma forma geral, as empresas cotadas estavam a adoptar voluntariamente as recomendações de CG.

2.3. Teoria de agência. Papel do *board*, accionistas e outros *stakeholders*

A CG tem como finalidade analisar as diversas formas de resolver os potenciais conflitos que podem ocorrer entre o principal, os accionistas, e o agente, os gestores, devido aos objectivos de ambos não serem coincidentes (Matos, 2009). Os accionistas, detentores do capital, pretendem que o retorno do investimento que fazem em determinada empresa seja maximizado, no entanto os gestores, que têm o conhecimento para gerar resultados, nem sempre actuam de forma a alcançar este objectivo, mas sim objectivos pessoais.

Um dos problemas da CG é a existência de assimetria de informação, uma vez que os gestores têm acesso privilegiado à informação, o que conduz, na maior parte dos casos, a manipulação de capital. Os investidores colocam muito dinheiro a circular nas empresas e a limitação de informação torna difícil acompanhar os resultados. Este problema de coordenação entre gestores e accionistas tem a designação de teoria de agência e já foi abordada por diversos autores, nomeadamente Coase (1937), Ross (1973), Jensen e Meckling (1976), Fama (1980), Fama e Jensen (1983), entre outros.

De acordo com Shleifer e Vishny (1997), a relação de agência foca, essencialmente, a separação entre a propriedade e o controlo e Jensen e Meckling (1976) definem-na como um contrato sobre o qual uma ou mais pessoas, o (s) principal (ais), delega a outra pessoa (o agente) a autoridade para tomar decisões em seu nome. Se a actuação e os interesses dos agentes não forem, total ou parcialmente, de acordo com os interesses dos accionistas, surgem conflitos e custos ao nível da eficiência produtiva, chamados custos de agência.

Ross (1973) aborda a questão de como o agente actua em circunstâncias de incerteza. É suposto que, de acordo com a teoria tradicional das finanças, os investidores e outros indivíduos, em geral, tomem decisões racionais baseadas na informação disponível de forma a maximizar a sua riqueza, que combinado com a assimetria de informação e a diferença de interesses entre os proprietários e os gestores conduz ao centro do problema de agência. A questão prende-se no facto, tal como já foi referido, de que tanto os gestores como os proprietários tentam maximizar a sua riqueza, mas infelizmente os seus objectivos não são coincidentes.

Os gestores têm o “dever legal de lealdade” para com os accionistas e descrever o que realmente aqueles são obrigados a fazer torna-se uma tarefa difícil (Clark, 1985). A “lealdade” implica que o gestor deve promover o interesse do accionista mas também

que não se deve colocar numa situação em que os seus interesses possam entrar em conflito com os dos accionistas. A expropriação ou o oportunismo são exemplos de uma clara violação deste dever por parte do gestor.

Outro problema presente na relação de agência é determinar a contribuição específica de cada agente para o resultado da empresa, uma vez que os indicadores de *performance* podem ser objectivos ou subjectivos, dificultando a sua quantificação (Baker *et al.*, 1988).

2.4. Mecanismos de *corporate governance*

É da responsabilidade dos detentores de capital, os accionistas, monitorizar a *performance* dos agentes que têm a capacidade técnica de gestão, os gestores. A CG tem como objectivo criar mecanismos que possibilitem controlar e monitorizar os negócios, não só pelos gestores, mas especialmente pelos accionistas, viabilizando a identificação e solução de eventuais conflitos de agência na empresa.

Deste modo, torna-se necessária a implementação de alguns mecanismos de controlo de gestão, que podem ser internos ou externos, de forma a disciplinar os gestores e assegurar que os interesses dos accionistas são minimamente cumpridos.

Keasey *et al.* (1997) identificaram alguns mecanismos internos de CG considerados de grande interesse para estudo, uma vez que estes podem influenciar a *performance* da empresa. Esses mecanismos são a concentração de propriedade (através de investidores institucionais, por exemplo) e a dimensão, composição e funcionamento do *board* (administradores executivos e não executivos e/ou independentes), entre outros.

Shleifer e Vishny (1997) afirmam que os grandes investidores parecem ser necessários para forçar os gestores a distribuir os lucros. Esses investidores exigem, pelo menos, alguns direitos legais básicos para exercer o seu poder sobre a gestão. Acrescentam afirmando que a protecção legal e os grandes investidores (institucionais) são complementares num sistema eficaz de CG.

A vantagem da concentração de propriedade ou da concentração do poder de votos é que se torna mais fácil monitorizar a gestão do que no caso onde a propriedade se encontra dispersa. A razão prende-se no facto de que quando os direitos de receber

cash-flows e de controlo estão alinhados, os accionistas maioritários têm o incentivo e o poder para acompanhar a gestão, e desta forma potencializar a *performance* da empresa (Maher e Andersson, 1999). No entanto, existe um conflito básico característico da CG, a possibilidade, quase certa, dos *blockholders*⁷ ou accionistas maioritários conspirarem com os gestores e expropriarem os pequenos accionistas. A CG tem a responsabilidade de assegurar a protecção legal destes da possível expropriação dos gestores e grandes accionistas (La Porta *et al.*, 2000).

La Porta *et al.* (1998) descreve a concentração de propriedade utilizando uma amostra de 49 países, enquanto noutro estudo, de 1999, examina os padrões de controlo nas maiores empresas de 27 economias consideradas “ricas”. Os resultados mostram evidência de que os países com uma fraca protecção legal dos accionistas normalmente apresentam um controlo mais concentrado nas empresas, em comparação com os países com uma boa protecção legal, onde o capital se encontra mais disperso. A forte protecção legal, característica do modelo Anglo-Saxónico, tem como objectivo salvaguardar os interesses dos accionistas minoritários. Nos países com fraca protecção legal, mesmo as empresas de maior dimensão são normalmente controladas ou pelo Estado ou por famílias que fundaram ou adquiriram essas empresas. La Porta *et al.* (1999) também verificou que, onde os bancos são os accionistas maioritários, frequentemente também controlam várias das maiores empresas, como é o caso de Portugal, Bélgica e Suécia. É portanto possível concluir que, em parte, a natureza da protecção do investidor, e a regulação dos mercados financeiros em geral, está profundamente enraizado na estrutura legal de cada país e na origem das suas leis.

A extensão da participação dos directores do *board* na propriedade da empresa afecta a congruência entre os gestores e os accionistas (Gedajlovic e Shapiro, 1998). Quando a proporção de propriedade dos gestores na empresa aumenta, estes tornam-se menos conflituosos e é mais provável que sejam tomadas decisões em linha com os desejos de outros accionistas (Jensen e Meckling, 1976).

Outro mecanismo de monitorização existente e abordado nesta dissertação está relacionado com o *board*. Segundo Jensen (1993), o *board* constitui um dos principais mecanismos internos de alinhamento entre accionistas e gestores no sistema de CG. Tem portanto um papel importante na estrutura de CG, uma vez que é o principal responsável pelo acompanhamento do desempenho dos gestores e pela obtenção de uma

⁷ Os detentores de grandes proporções de acções de uma empresa.

rendibilidade adequada para os accionistas, ao mesmo tempo que previne conflitos de interesse dentro da empresa e reduz custos de agência (Choe e Lee, 2003). O *board* tem também a autoridade para substituir a gestão e a responsabilidade de rever a remuneração de executivos considerados “chave” (Maher e Andersson, 1999).

Jensen (1983) e Florackis e Ozkan (2004) referem que os *boards* com mais de sete ou oito membros dificilmente serão eficazes. Acrescentam que *boards* de grandes dimensões resultam numa menor capacidade de coordenação (devido a potenciais conflitos entre os membros), de comunicação e de tomada de decisões, além de serem mais facilmente controlados pelo respectivo CEO. Deste modo, *boards* de pequenas dimensões parecem conduzir a uma maior participação de todos os membros, resultando num impacto positivo na monitorização e na capacidade da tomada de decisão estratégica e independência dos gestores (Huther, 1997).

A estrutura do *board* também é uma característica importante a ter em consideração e, segundo Fama e Jensen (1983), os membros não executivos e/ou independentes⁸ são fundamentais para fortalecer o valor da empresa através da sua experiência e monitorização. Estes autores defendem a ideia de que *boards* compostos essencialmente por membros executivos são sinónimo de pouca eficácia. Jensen (1993) reforça esta ideia dizendo que os directores executivos têm menor probabilidade de supervisionar o desempenho do CEO, dado que a evolução das suas carreiras depende em boa parte do próprio CEO. Consequentemente, embora os directores executivos tenham as qualificações específicas para o cargo e o conhecimento sobre as actividades operacionais das empresas, os membros não executivos e/ou independentes são necessários para contribuir com ideias novas, independentes, objectivas e com a competência adquirida nas suas áreas de actuação (Weir, 1997 e Firth *et al.*, 2002). Estes membros ajudam a resolver alguns problemas, particularmente os conflitos entre accionistas maioritários e minoritários e o desvio da maximização do lucro da empresa, reduzindo custos de agência. Contudo, não existe na literatura um consenso em relação à estrutura óptima do *board* (Dalton *et al.*, 1998).

Em Portugal, os administradores não executivos são tradicionalmente vistos (em grande medida) como conselheiros dos administradores executivos e (em menor grau) como decisores em matérias cuja competência não tenha sido delegada (Livro Branco sobre CG em Portugal, 2006). Noutros países, especialmente nos EUA, aos

⁸ Na literatura existente, estes membros assumem também o nome de *outsiders* (externos).

administradores não executivos são igualmente cometidas as funções de fiscalização e de controlo dos administradores executivos, bem como a definição de objectivos, a avaliação de desempenho, a elaboração de propostas de demissão ou nomeação de tais administradores executivos. Têm por isso um papel nuclear no sistema de *governance* das empresas norte-americanas. Na Europa Continental, os administradores não executivos são cada vez mais vistos como tendo responsabilidades próximas das prosseguidas nos EUA, embora se reconheça que nem todos os administradores não executivos são independentes dos principais accionistas (em prejuízo dos pequenos accionistas).

2.5. Relação entre *corporate governance* e *performance*

A credibilidade da informação financeira prestada aos diferentes *stakeholders* é essencial para uma maior confiança dos mercados e um bom sistema de CG é um incentivo para muitos investidores. O tema da CG é muito discutido entre académicos e investigadores, existindo diversos estudos empíricos sobre a relação entre CG e a *performance* das empresas. De uma forma geral, estes estudos focam a relação directa entre CG e *performance* mas os resultados alcançados, utilizando vários dos mecanismos de *governance* existentes, são mistos.

A *performance*, de uma forma geral, pode ser medida através da capacidade da empresa em satisfazer as necessidades dos clientes, pelos lucros alcançados e pela satisfação e motivação dos colaboradores da empresa. Normalmente, os estudos sobre CG e *performance* das empresas mensuram esta através da utilização de vários rácios, entre os quais, o Q de Tobin, a rendibilidade do activo (ROA) e a rendibilidade do capital próprio (ROE), utilizados nesta dissertação.

Existem diversos mecanismos de CG, mas este estudo vai centrar-se apenas na concentração de propriedade do capital e algumas características do *board*, nomeadamente a sua dimensão e estrutura.

2.5.1. Concentração de propriedade e *performance*

A concentração de propriedade do capital das empresas tem sido amplamente debatida desde Berle e Means (1932). De acordo com Jensen (2000), a estrutura de propriedade é importante para determinar os objectivos das empresas e para disciplinar os gestores. Acrescenta que os gestores e os accionistas devem ter um único objectivo de maximização do valor da empresa. Contudo, a teoria de agência sugere que os gestores são menos propensos a um comportamento de maximização de lucro na ausência de uma estrita monitorização dos accionistas (Agrawal e Knoeber, 1996). Deste modo, a concentração de propriedade tem sido considerada como um mecanismo de *governance* que incentiva a monitorização e, conseqüentemente, leva a uma *performance* superior da empresa (Leech e Leahy, 1991).

Diversos estudos examinam a importância dos grandes accionistas no controlo dos gestores e na conseqüente redução dos custos de agência. Shleifer e Vishny (1986) mostram que estes accionistas têm o incentivo para monitorizar a gestão, acabando por ultrapassar o problema do *free-rider* associado ao capital disperso, em que os pequenos accionistas não têm o incentivo suficiente para incorrer em custos de monitorização, para benefício de outros accionistas. Desta forma, em teoria, espera-se que a presença destes accionistas aumente o valor da empresa.

A literatura existente aborda ainda a questão da influência da estrutura de propriedade na *performance* da empresa através de duas formas: ou do ponto de vista exógeno ou considerando a natureza endógena deste mecanismo de *governance*. Apesar da referência a alguns estudos que consideram a endogeneidade, por se considerar que os seus resultados são relevantes, esta dissertação inclui apenas a análise do ponto de vista exógeno, ou seja, não contempla o facto de os accionistas ou gestores poderem ou não manipular a concentração de propriedade e outros mecanismos de controlo em função de determinados objectivos ou *performances*.

O controlo exercido nas empresas, através de grandes accionistas, divide-se essencialmente em quatro grupos: controlo por outras empresas, por instituições financeiras, por famílias e pelo Estado (La Porta *et al.*, 1999). Estes autores verificaram, ao estudar as 20 maiores empresas de capital aberto negociadas nos 27 países mais ricos do mundo, que a maioria das empresas tinha capital privado com grande concentração de propriedade, evidenciando a propriedade por parte das famílias como significativas.

Noutro estudo, utilizando a mesma amostra de empresas das 27 economias prósperas, La Porta *et al.* (1999b) mostraram que as empresas em países com melhor protecção dos accionistas têm rácios Q de Tobin mais elevados do que os restantes países.

Mitton (2002) estudou o impacto de diferentes práticas de CG em empresas de alguns países, nomeadamente na Coreia do Sul e Norte, Malásia, Indonésia, Filipinas e Tailândia. Este autor verificou que as diferenças das características específicas das empresas relacionavam-se com a CG e tiveram um forte impacto na *performance* das mesmas durante a Crise Asiática de 1997 e 1998. Os resultados sugerem que uma melhor *performance* está associada a empresas que têm indicadores de maior qualidade de divulgação, maior concentração de propriedade externa e mais focalizadas ao invés de diversificadas.

Contudo, os resultados dos estudos que relacionam este mecanismo de CG com a *performance* das empresas apresentam visões divergentes. De notar ainda que grande parte dos estudos focam a relação entre a percentagem de acções detidas pela gestão da empresa (membros dos *board*) e a *performance* (por exemplo, Morck *et al.*, 1988, McConnell e Servaes, 1990 e Leech e Leahy, 1991).

Morck *et al.* (1988) e McConnell e Servaes (1990) verificaram que o valor de uma empresa (medido através do Q de Tobin) era função da estrutura de propriedade, analisando o efeito da propriedade dos indivíduos internos (membros do *board*) no valor da empresa. Os resultados do primeiro estudo sugerem ainda que a relação entre estrutura de propriedade e *performance* é linear, enquanto no segundo não é linear. Ambos os estudos assumem que a variável de CG é exógena.

Os estudos de Shleifer e Vishny (1986) e Agrawal e Mandelker (1990) sublinham a relação positiva entre concentração de propriedade e *performance*, acrescentando que um aumento na fracção de acções detidas pelos grandes accionistas é reflectido de forma positiva no valor da empresa. Bethel *et al.* (1998) também encontraram evidência de que a *performance* operacional de longo prazo das empresas melhora após a aquisição de “blocos” de acções pelos accionistas.

Xu e Wang (1999), através de uma amostra de empresas chinesas, encontraram uma relação positiva entre a concentração de propriedade (através, entre outros, do top 5 e 10 dos maiores accionistas) e a *performance*, utilizando diversas medidas, incluindo o ROE e o ROA. Também Earle *et al.* (2005) verificaram que a concentração de

propriedade, considerando os maiores *blockholders*, tinha um impacto positivo na *performance* (ROE) das empresas húngaras analisadas, entre 1996 e 2001.

Giannetti e Laeven (2009), considerando os fundos de pensões (investidores institucionais) da Suécia e dados em painel do período 1999-2005, encontraram uma relação positiva entre *performance* (Q de Tobin) e a propriedade detida pelos fundos de pensões independentes. Becker *et al.* (2009) verificaram igualmente que a presença de *blockholders* independentes e individuais, numa amostra de empresas norte-americanas, afectava positivamente a *performance* (ROA) das empresas. Acrescentam que tal se deve, provavelmente, ao facto de a gestão da empresa ser impedida de realizar investimentos não lucrativos.

Demsetz e Villalonga (2001) examinaram a relação da concentração de propriedade considerando indivíduos com diferentes interesses na empresa, incluindo gestores, CEO e investidores externos, utilizando uma amostra de 223 empresas norte-americanas. Os resultados, sem considerar a endogeneidade, sugerem que a propriedade é importante para explicar a *performance*, mensurada através do Q de Tobin. Contudo, se a endogeneidade for ponderada, os resultados indicam que não existe qualquer relação entre as duas variáveis.

Por fim, Villalonga e Amit (2006), utilizando uma amostra de empresas norte-americanas entre os anos de 1994-2000, constataram que o impacto da concentração de propriedade de famílias na *performance* (Q de Tobin) é positivo, no caso de o fundador da empresa ser o actual CEO. Por outro lado, se a gestão da empresa não estiver a cargo da família, o efeito da propriedade da família no Q de Tobin é negativo.

No entanto, existem mais estudos que mostram evidência contrastante, na medida em que os *blockholders* não desempenham os papéis de monitorização. Demsetz e Lehn (1985), utilizando um modelo linear e uma amostra de grandes empresas norte-americanas, não encontraram uma relação significativa entre a concentração de propriedade e a *performance*, medida pelo ROE. A propriedade foi analisada, entre outras formas, através da percentagem de acções detidas pelos cinco maiores accionistas de 511 empresas norte-americanas, entre 1976 e 1980. Este estudo teve a particularidade de considerar a endogeneidade da concentração de propriedade.

McConnell e Servaes (1990), já anteriormente referidos, também estudaram a relação entre a concentração de propriedade, desta vez através dos *blockholders*, e o Q de Tobin das empresas e chegaram à conclusão que a mesma não é significativa.

Holderness e Sheehan (1988) e Denis e Denis (1994) analisaram amostras de empresas norte-americanas nas quais existia um accionista que detinha mais de 50% das acções em circulação e concluíram que não existia diferença significativa no valor destas empresas e em amostras de empresas sem grandes accionistas. Existem estudos similares em outros países (por exemplo, Bergstrom e Rydqvist (1990) para a Suécia, Craswell *et al.* (1997) para a Austrália, Prowse (1992) para o Japão, Firth *et al.* (2002) para a China e Fernandez e Gomez (2002) para a Espanha) que concluíram que as relações entre a concentração de propriedade e *performance* da empresa (através do ROA, por exemplo) eram insignificantes.

Também Thomsen (2004) não encontrou qualquer relação entre a concentração de propriedade (*blockholders*) e a *performance* das empresas do Reino Unido e EUA, utilizando dados em painel para o período 1989-1998. No caso de empresas da Europa Continental, a relação encontrada foi negativa.

2.5.2. Dimensão do *board* e *performance*

A dimensão e estrutura do *board* são importantes, nomeadamente, na forma como os assuntos corporativos são resolvidos. Estas características devem ser controladas uma vez que podem influenciar o impacto que quer os gestores quer os *blockholders* têm na *performance* das empresas.

Em relação à dimensão do *board*, a questão essencial é: será que existe uma dimensão óptima do *board*? Curiosamente, até há relativamente pouco tempo, a maioria dos estudos focavam-se apenas na estrutura e composição do *board* e a sua influência na *performance* da empresa (por exemplo, ver Morck *et al.*, 1988 ou Hermalin e Weisbach, 1991), dando-se menos destaque ao número de membros que o constitui.

É esperado que ao se limitar o tamanho do *board* se melhore a *performance* da empresa, uma vez que os benefícios esperados de *boards* de grandes dimensões em aumentarem a monitorização são compensados pela fraca coordenação, comunicação e tomada de decisões de grupos grandes. Vários estudos verificaram que a *performance* das empresas aumentava com *boards* de pequenas dimensões (Lipton e Lorsch, 1992, Jensen, 1993 e Hermalin e Weisbach, 2003). A ideia é a de que à medida que o *board* fica maior, os problemas de agência aumentam e o *board* assume mais uma posição simbólica ao invés de uma parte activa do processo de gestão (Dalton *et al.*, 1999).

Yermack (1996) foi o primeiro a apresentar suporte empírico para esta proposição, utilizando uma amostra de grandes empresas norte-americanas, para o período de 1984-1991. Os seus resultados mostraram uma relação significativamente negativa entre a dimensão do *board* e a *performance* das empresas, medida pelo Q de Tobin. Eisenberg *et al.* (1998) também confirmaram estes resultados, através de uma amostra de pequenas empresas da Finlândia e medindo a *performance* através do ROA.

Conyon e Peck (1998) testaram o efeito da dimensão do *board* com amostras de empresas do Reino Unido, França, Holanda, Dinamarca e Itália. Os resultados alcançados mostram uma relação negativa entre a dimensão do *board* e as duas medidas de *performance* utilizadas, o Q de Tobin e o ROE. Contudo, os resultados apenas são significativos em três países, no caso do ROE, e em dois países, relativamente ao Q de Tobin. Por sua vez, Loderer e Peyer (2002) utilizaram empresas suíças para estudar este mecanismo de CG, encontrando também uma relação significativamente negativa entre a dimensão do *board* e o Q de Tobin.

Liang e Li (1999), com dados chineses, e Mak e Kusnadi (2005), com dados da Singapura e da Malásia, apresentaram uma correlação negativa entre a dimensão do *board* e a rentabilidade e o rácio Q de Tobin. Carline *et al.* (2002) também concluíram que a dimensão do *board* estava inversamente relacionada com a *performance* operacional das empresas do Reino Unido, confirmando os resultados dos outros autores.

Contudo, existem estudos que contrastam com as ideias referidas, como o de Adams e Mehran (2005) que encontrou uma relação significativa e positiva entre a dimensão do *board* e a *performance* da empresa, medida pelo rácio Q de Tobin. No entanto, a amostra utilizada é diferente dos demais estudos, uma vez que foram consideradas somente as instituições financeiras.

2.5.3. Estrutura do *board* e *performance*

A relação entre a estrutura do *board*, com destaque para o número de administradores não executivos e/ou independentes⁹, e a *performance* das empresas é

⁹ A partir de agora denominados, apenas, por membros externos. Excepção no caso de o estudo referir expressamente que os membros analisados são independentes (deve-se ter em consideração que existe a possibilidade de nem todos os membros não executivos do *board* serem independentes).

inconclusiva. O *board* de directores, especialmente no que diz respeito aos membros externos, é considerado o vértice do sistema interno de CG e tem como função ajudar a reduzir os problemas de agência, desincentivando os gestores a actuar de forma oportunista, fortalecendo o valor da empresa. Estes membros têm a responsabilidade de defender os interesses dos accionistas através de funções de monitorização (Cadbury, 1992, Fama e Jensen, 1983, entre outros).

Os estudos empíricos sobre o impacto da estrutura dos membros do *board* no valor e *performance* das empresas apresentam um misto de resultados. Alguns estudos sugerem que a *performance*, medida através de variáveis de mercado (como a rendibilidade das acções), é melhor em empresas com um *board* dominado por membros externos (Weisbach, 1988 e Resenstien e Wyatt, 1990, entre outros). Também McKnight e Mira (2003) encontraram uma relação positiva e significativa entre a proporção de membros externos e a *performance* das empresas, medida pelo Q de Tobin, assim como Schellenger *et al.* (1989), mensurando a *performance* através do ROA. Confirmando os resultados enunciados, Pearce e Zahra (1992), com uma amostra de 450 empresas listadas no *ranking Fortune 500*, e Daily e Dalton (1993), analisando 186 pequenas empresas norte-americanas, observaram evidência significativamente positiva entre a percentagem de membros externos do *board* e as medidas do ROA e o ROE. Outros estudos empíricos que relacionam a composição do *board* com a *performance* encontram igualmente relevância da avaliação das decisões estratégicas dos membros externos no aumento do valor da empresa (Lee *et al.*, 1992 ou Byrd e Hickman, 1992, por exemplo).

Deve-se ainda salientar o trabalho de Liang e Li (1999) que, utilizando uma amostra de 228 pequenas empresas privadas chinesas, concluiu que a presença de membros externos estava positivamente associada a altos retornos de investimento.

Por seu lado, Baysinger e Butler (1985) observaram que as empresas com maior proporção de membros independentes no início dos anos 1970 evidenciaram, em média, uma melhor *performance* financeira no final dos anos 80, medida pelo ROE. Os seus resultados sugerem também que as empresas com melhor *performance* muito raramente apresentaram *boards* com mais de cinquenta por cento de membros independentes.

No entanto, existem outros estudos que não encontraram uma relação positiva entre as variáveis, mas sim negativa. Estes estudos sugerem mesmo que as empresas

com maior número de membros externos podem até evidenciar uma pior *performance*. Yermack (1996), Agrawal e Knoeber (1996), Kiel e Nicholson (2003) e Klein *et al.* (2004) afirmam que empresas com uma elevada percentagem de membros externos podem ter uma *performance* mais fraca, tendo encontrado uma relação negativa entre esta variável de CG e o Q de Tobin.

Bhagat e Black (2002) encontraram também evidência negativa entre a independência do *board* e os indicadores do Q de Tobin e do ROA.

Por fim, há ainda estudos que não encontraram qualquer relação entre a proporção de membros externos e diversas medidas de *performance* (Forsberg, 1989). Haniffa e Hudaib (2006), Klein (1998), Mehran (1995) e Hermalin e Weisbach (1991) não encontraram uma relação significativa entre a *performance*, medida pelo Q de Tobin e pelo ROA, e a proporção de membros externos do *board*. Também Daily e Dalton (1992), através da análise de 100 empresas norte-americanas listadas na publicação *Inc. Magazine*, chegaram à conclusão que o impacto dos membros externos na *performance* não era significativo, utilizando os rácios ROA e ROE.

Schellenger *et al.* (1989), anteriormente referido mas desta vez medindo a *performance* através do ROE, chegou à conclusão que a relação entre as duas variáveis não era significativa. Por fim, Kiel e Nicholson (2003), com dados australianos, chegaram igualmente à conclusão que a relação entre a proporção de membros externos e a *performance*, medida pelo ROA, era insignificante.

3. Dados e metodologia

O objectivo desta secção é definir a amostra, as variáveis e a metodologia de análise. Para tal, é necessário definir algumas hipóteses de estudo, que resultam da colocação de uma questão: Será que alguns mecanismos de CG, tais como a concentração de propriedade e a dimensão e estrutura do *board*, têm impacto na *performance* das empresas?

De forma a tentar responder a esta questão, definir-se-á a amostra, recolher-se-á os dados, seleccionando-se as variáveis de análise (que incluem medidas de *performance*, os mecanismos de CG e algumas variáveis de controlo). De seguida, será utilizado tratamento estatístico com dados em painel. Na secção seguinte serão analisados e discutidos os resultados alcançados.

3.1. Definição da amostra e recolha de dados

Os dados, utilizados para estudar a relação entre CG e *performance* das empresas, foram retirados dos Relatórios e Contas Consolidados anuais das sociedades portuguesas com acções cotadas no PSI Geral, pertencente à *Euronext* Lisboa, para os anos de 2007, 2008 e 2009. Deste modo, foram recolhidos os relatórios de gestão, relatórios sobre o governo de sociedade e as demonstrações financeiras consolidadas de todas as empresas. De forma a completar informação presente nos relatórios anuais das empresas, foram consultados, sempre que tal se justificasse, os sítios da internet das empresas incluídas na amostra e da *Euronext*.

Optou-se por recolher os dados a partir do ano de 2007 pelo facto de em algumas empresas ser quase inexistente a referência detalhada de CG em anos anteriores. Deve-se ter também em consideração que os dados em painel deste estudo estão balanceados, ou seja, para cada observação das variáveis existem valores ao longo de todo o período temporal analisado.

A amostra inicial era constituída por 54 sociedades, correspondendo a todas as empresas listadas no PSI Geral. Foram excluídos os grupos financeiros por utilizarem um sistema contabilístico diferente nas demonstrações financeiras, não permitindo que a informação não seja comparável com as demais empresas. Das restantes sociedades

foram ainda eliminadas algumas empresas por diversos motivos. As sociedades anónimas desportivas (SAD's) do Sporting Clube de Portugal, Sport Lisboa e Benfica e Futebol Clube do Porto não foram incluídas por questões de comparabilidade uma vez que as suas demonstrações financeiras são elaboradas com o ano financeiro correspondente às épocas desportivas e não segundo o ano civil, que é utilizado em todas as outras empresas presentes na amostra. A empresa F. Ramada Investimentos, SGPS, S.A. foi excluída porque só foi criada no dia 2 de Junho de 2008, como resultado do processo de cisão do negócio de aços e sistemas de armazenagem da Altri, SGPS, S.A., não existindo dados suficientes, nomeadamente em 2007, para realização da análise em questão. Uma situação semelhante sucedeu à empresa Sonae Capital, SGPS, S.A., que sofreu uma cisão simples da Sonae, SGPS, S.A. durante o período de análise (2007-2009), tendo também sido excluída. Foram também eliminadas da amostra a Sacyr Vallehermoso, por ser uma empresa espanhola, e a Vista Alegre Atlantis, Papellaria Fernandes Indústria e a EDP Renováveis, SA, esta última constituída no final do ano de 2007, por falta de dados. No final obteve-se uma amostra de 36 empresas, que têm um peso de cerca de 80% do total das empresas que constituem o PSI Geral (ver anexo – Tabela A), num total de 108 observações.

3.2. Definição das variáveis

Com o objectivo de perceber se os mecanismos de CG analisados neste estudo afectam positivamente ou não a *performance* das empresas, foram utilizados três conjuntos de variáveis para testar as hipóteses do estudo.

O primeiro grupo é constituído por variáveis de *performance*, que inclui o rácio Q de Tobin, o ROA e o ROE. Estas variáveis serão as dependentes e para cada uma será feita uma regressão linear múltipla. O segundo grupo de variáveis inclui os mecanismos de CG e é constituído por quatro variáveis: uma referente à concentração de propriedade do capital e três variáveis sobre a dimensão, estrutura e independência do *board*. Por fim, o terceiro grupo inclui algumas variáveis de controlo: a dimensão e a alavancagem da empresa, de forma a reflectir o efeito das características de cada empresa.

3.2.1. Variáveis de *performance*

As medidas de *performance* que normalmente são utilizadas nos estudos distinguem-se em três diferentes categorias: medidas de contabilidade, de mercado ou combinação das duas. Duas das medidas contabilísticas muito utilizadas são o ROA e o ROE. No entanto, estas medidas têm algumas limitações, designadamente o facto de não reflectirem a situação de mercado das empresas e das suas acções, no caso de empresas cotadas, e não terem em consideração o factor risco, elemento essencial na avaliação de qualquer rendibilidade. As medidas de mercado são também um clássico na medição da *performance*, e por fim, temos o rácio Q de Tobin, uma medida bastante utilizada que combina indicadores contabilísticos e de mercado.

Por conseguinte, as variáveis de *performance* que vão ser utilizadas neste estudo são três: o rácio Q de Tobin, o ROA e o ROE. Estas medidas de *performance* têm sido usualmente utilizadas na literatura como medidas de avaliação da *performance* das empresas, à semelhança de Daily e Dalton (1998), Haniffa e Hudaib (2006), Rhoades *et al.* (2000) ou McConnell e Servaes (1990). A Tabela B do anexo inclui o resumo da forma de cálculo destas três variáveis, assim como das restantes variáveis utilizadas na dissertação.

Rácio Q de Tobin (Q)

Tobin e Brainard (1968) e Tobin (1969) propuseram a construção de um rácio entre duas medidas de valor de um mesmo conjunto de activos das empresas. Deste modo, o rácio Q de Tobin mostra a relação entre o valor de mercado e o custo de substituição dos activos líquidos. Assim, um valor baixo de Q, para valores entre 0 e 1, indica que o custo de substituição do activo de uma empresa é superior ao valor da sua acção, o que implica que a acção está subvalorizada. Por sua vez, se Q for maior que 1 significa que o valor de mercado é superior ao custo de substituição, o que significa que se trata de uma acção sobrevalorizada. Para valores altos do Q de Tobin, a percepção do mercado é a de que a *performance* da empresa é boa (Weir *et al.*, 2002).

O custo de substituição dos activos, utilizado no denominador do rácio Q é, segundo Lindenberg e Ross (1981), o valor monetário que é necessário gastar para comprar a capacidade produtiva da empresa ao mínimo custo e com a tecnologia mais

moderna disponível. No entanto, o rácio utilizado nesta dissertação é baseado no método de Chung e Pruitt (1994), que propuseram um modelo mais simplificado, utilizando apenas dados contabilísticos e de mercado. Os resultados de várias regressões realizadas por Chung e Pruitt (1994), que comparavam o seu Q aproximado com o obtido pelo método de Lindenberg e Ross (1981) indicam que, pelo menos 96,6% da variação do Q de Tobin, é explicada pelo seu Q aproximado.

Deste modo, a recolha de dados fica mais simplificada, pois basta consultar as demonstrações financeiras e dados de mercado disponíveis.

Portanto, a aproximação de Q de Tobin, utilizada neste estudo, é definida por:

$$Q = \frac{(VM + D)}{AT} \quad (1)$$

Em que:

VM = Valor de Mercado do Capital Próprio ou Capitalização Bolsista

D = Valor Contabilístico da Dívida

AT = Valor Contabilístico do Activo Total

Este rácio mostrou-se muito útil em diversos estudos académicos nas áreas de economia e finanças. Alguns dos autores que utilizaram este rácio como variável de *performance* ou de valor da empresa foram Morck *et al.* (1988), Agrawal e Knoeber (1996), Yermack (1996), Bhagat e Black (2002), Kiel e Nicholson (2003) e Coles *et al.* (2008).

Rendibilidade do activo (ROA) e rendibilidade do capital próprio (ROE)

Estas duas medidas de *performance* têm sido muito utilizadas na literatura, uma vez que são fáceis de calcular e permitem comparar empresas de diferentes dimensões. Alguns autores que utilizam o ROA como variável dependente são Daily e Dalton (1993), Klein (1998) e Kiel e Nicholson (2003). Outros utilizam o ROE, como por exemplo Baysinger e Butler (1985). Os dois rácios em conjunto são usados por Kesner (1987), Schellenger *et al.* (1989) e Pearce e Zahra (1992).

O ROA é uma medida de desempenho económico da empresa e o seu valor representa a capacidade dos bens e direitos de uma empresa em gerar rendimento (quer para os capitais dos accionistas, quer para os capitais dos credores através de financiamento). Quanto maior for o valor do ROA, melhor é a *performance* de uma empresa. A fórmula de cálculo é:

$$ROA = \frac{\text{Resultado Líquido}_n}{\text{Activo Total}_n} * 100 \quad (2)$$

O valor do ROE indica-nos a capacidade da empresa em remunerar os seus accionistas. Este é um indicador muito importante para os investidores e é considerado um dos mais importantes nas finanças empresariais. Tendo em conta que é conveniente fazer a análise em termos evolutivos e comparativos com o sector em causa, quanto maior o valor do ROE, melhor a *performance* da empresa a esse nível. A fórmula de cálculo é:

$$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido}_n}{\text{Capital Próprio}_n} * 100 \quad (3)$$

3.2.2. Variáveis de *corporate governance*

Do ponto de vista empírico, tem existido um longo debate na literatura sobre como mensurar a qualidade da CG das empresas. Nalguns estudos são utilizados índices de *corporate governance* (ICG) ao invés de isolar um único mecanismo de CG, permitindo assim utilizar uma grande quantidade desses mecanismos e compactar toda a informação numa só variável. São vários os autores que seguiram esta prática, como Black *et al.* (2006) ou Klapper e Love (2004), que utilizaram ICG e chegaram à conclusão que melhores práticas de CG estão associadas a valores mais elevados das empresas.

No entanto, apesar de alguns autores, que utilizam ICG, chegarem a resultados positivos entre *governance* e *performance*, existe um problema na construção dos índices, relacionado com o facto de serem construídos por métodos largamente

arbitrários, dependendo de quem os constrói. Esta ideia é reforçada pelo facto de não existir na teoria de CG um consenso sobre o guia de construção destas variáveis e quais os aspectos que devem receber maior ou menor ponderação no índice. Por estas razões, não é de todo surpreendente que autores como Bhagat *et al.* (2008) não tenham encontrado uma relação consistente entre vários índices (identificados na literatura existente e com dados dos autores) e a *performance* das empresas. Bebchuk e Hamdani (2009) defendem mesmo que diferentes empresas podem ter diferentes formas de mitigar os problemas de agência e as mesmas podem não ser convenientemente resumidas num único número.

Neste trabalho, serão apenas utilizadas algumas variáveis de CG, não tendo sido recolhida informação suficiente que justifique a construção de um ICG. Por outro lado, pode ser interessante estudar individualmente cada mecanismo de CG e perceber o seu real impacto, significativo ou não, nos resultados das empresas. A maior parte dos estudos adopta esta forma, analisando o impacto de um ou vários mecanismos de *governance* na *performance* da empresa, de forma individual. Deste modo, serão utilizadas quatro variáveis de CG: concentração de propriedade, número total de membros do *board*, estrutura do *board* e uma variável *dummy*, referente ao número de administradores que cumprem os critérios de independência. A fórmula de cálculo de cada uma destas variáveis está resumida na Tabela 1.

Concentração de propriedade (CONC)

A estrutura de propriedade do capital da empresa pode ser importante para a obtenção dos resultados e uma menor ou maior concentração de propriedade tem impacto na relação entre gestores e accionistas. Uma elevada concentração de propriedade significa que a maior parte do capital é detido por poucos accionistas através grandes percentagens de capital. Em teoria, os principais accionistas têm as condições necessárias para realizar um maior controlo interno, uma vez que a sua maior dimensão lhes permite suportar os custos de monitorização, ao contrário da propriedade dispersa. Alguns desses grandes accionistas são o Estado, famílias e investidores institucionais¹⁰.

¹⁰ Fundos de pensões, fundos de investimento, companhias de seguros e bancos, por exemplo.

A concentração de propriedade é também considerada um substituto da fraca protecção legal do investidor (La Porta *et al.*, 1999). Como os accionistas maioritários têm o incentivo e o poder para acompanhar a gestão, é de esperar que a *performance* das empresas seja potencializada (Maher e Andersson, 1999).

Os estudos que se focam no impacto da concentração de propriedade na *performance* das empresas tendencialmente utilizam a percentagem de capital de vários dos maiores accionistas, tipicamente os cinco maiores. Consequentemente, a variável CONC é calculada através da soma da percentagem de capital detido pelos cinco maiores accionistas (tal como Demsetz e Lehn, 1985, Xu e Wang, 1999 e Javid e Iqbal, 2010). Contudo, se alguma empresa incluída na amostra não detiver este número de accionistas, apenas são considerados aqueles que, nos termos do disposto no art. 20.º do CVM, detêm participações qualificadas representativas de pelo menos 2% do capital social da empresa. De notar ainda que este top cinco não faz qualquer distinção entre as diferentes categorias de accionistas.

Dimensão do *board* (DBOARD)

Como foi referido na secção da revisão de literatura, Jensen (1983) e Florackis e Ozkan (2004) referem que os *boards* com mais de sete ou oito membros dificilmente serão eficazes, uma vez que quanto maiores são, menor é a capacidade de coordenação, de comunicação e de tomada de decisões, além de serem mais facilmente controlados pelo respectivo CEO. Deste modo, *boards* de pequenas dimensões parecem conduzir a uma maior participação de todos os membros, resultando num impacto positivo na monitorização e na capacidade da tomada de decisão estratégica e independência dos gestores (Huther, 1997).

Contudo, outros estudos sugerem que a dimensão e a composição óptima do *board* dependem das características dos membros e devem ajustar-se à complexidade e dimensão de cada empresa, levando à conclusão que parece não haver uma dimensão óptima do *board* (Godard e Schatt, 2000).

A legislação portuguesa não fixou um número determinado para os órgãos de administração, mas segundo o n.º 1 e o n.º 2 do art. 390.º do CSC, “o conselho de administração é composto pelo número de administradores fixado no contrato de sociedade” e “o contrato de sociedade pode dispor que a sociedade tenha um só

administrador, desde que o capital social não exceda € 200 000; aplicam-se ao administrador único as disposições relativas ao conselho de administração que não pressuponham a pluralidade de administradores”, respectivamente. Normalmente nos estatutos da sociedade é definido um mínimo e um máximo para o número de membros do *board*, e recomenda-se que seja número ímpar (devido à questão das votações, por exemplo).

O cálculo da dimensão do *board*, através do logaritmo natural do número total de membros que o constitui, está em linha com vários estudos, como Daily e Dalton (1993) e Bhagat e Black (1999).

Estrutura do *board* (BOARD)

Os membros do *board* são nomeados para representar os interesses dos accionistas e para tentar diminuir o “fosso” entre os donos das empresas e os gestores destas (Keasey e Wright, 1993). Seria de esperar, de acordo com Rediker e Seth (1995), que os gestores agissem de acordo com o que é melhor para os accionistas, mas segundo a teoria de agência, são necessários membros externos, devido à sua independência e conhecimentos específicos, para monitorizar as acções dos membros executivos (que são considerados oportunistas). Contudo, deve-se ter em atenção que nem todos os membros externos cumprem os critérios de independência, descritos no n.º 1 do art. 414.º – A¹¹ do CSC.

Esta variável obtém-se através da divisão do número de membros não executivos pelo total de membros do *board*. Esta abordagem tem sido adoptada nos mais diversos estudos, tais como os de Agrawal e Knoeber (1996), Yermack (1996) e Kiel e Nicholson (2003).

Independência do *board* (IBOARD)

A independência dos membros externos do *board* é crucial para uma monitorização eficiente. Na recolha de dados sobre a estrutura do *board*, verificou-se

¹¹ De um modo geral, este artigo refere que os membros independentes não podem ter relações comerciais com a empresa, exercer funções em empresas concorrentes ou ter familiares na empresa.

que era frequente o número de membros externos não ser coincidente com o número de membros independentes. Deste modo, uma vez que nem todos os membros externos cumprem os requisitos de independência, criou-se uma variável *dummy* para aferir se as empresas cumprem a recomendação n.º II.1.2.2 da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, referente ao número de membros do *board* que devem ser independentes. Esta recomendação define que “deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura accionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores”, ou seja, 25% do total dos membros do *board*. Os critérios de aferição de independência são os previstos no n.º 5 do art. 414.º do CSC.

A presença de administradores independentes no *board*, capazes de contestarem as decisões de gestão, é considerada como um meio para proteger os interesses dos accionistas e outras partes interessadas (Baysinger e Butler, 1985). Em empresas com uma estrutura accionista dispersa, a principal preocupação consiste em saber como levar os gestores a prestarem contas aos accionistas minoritários. Em sociedades com accionistas que detêm participações de controlo, trata-se principalmente de garantir que a sociedade seja administrada de uma forma que tome em consideração os interesses dos accionistas minoritários (Comissão Europeia, 2005).

A inclusão desta variável poderá trazer problemas de multicolinearidade, devido à existência da variável BOARD. Desta forma, os modelos serão estimados com e sem esta variável e tentar-se-á perceber efectivamente qual a sua importância na análise em questão.

A seguir é apresentada uma tabela síntese com a forma de cálculo de cada uma destas variáveis:

Tabela 1 – Descrição das variáveis de CG

Variável	Símbolo	Definição/forma de cálculo
Concentração de Propriedade	CONC	Percentagem de capital social detido pelos 5 maiores accionistas e/ou participações qualificadas superiores a 2%.
Dimensão do <i>Board</i>	DBOARD	Logaritmo natural do número total de membros do <i>board</i> .
Estrutura do <i>Board</i>	BOARD	Membros externos do <i>board</i> / total membros do <i>board</i>
Independência do <i>Board</i>	IBOARD	Variável <i>dummy</i> . Assume o valor 1 se a percentagem dos membros independentes for superior a 25%. Caso seja inferior, assume o valor 0.

3.2.3. Variáveis de controlo

A amostra utilizada no estudo é constituída por empresas de várias dimensões e com diferentes características. De forma a ser possível reflectir o efeito dessas especificidades são utilizadas duas variáveis de controlo: dimensão e alavancagem das empresas.

A dimensão da empresa (DIM) é calculada através do logaritmo natural do volume de vendas da empresa, medida utilizada em vários estudos, como Bhagat e Black (2000) e Klapper e Love (2004). A dimensão da empresa é um factor importante a ser considerado também pelo facto de ser considerada uma via para a diminuição da assimetria de informação entre os gestores das empresas e o mercado de capitais, uma vez que as grandes empresas são normalmente observadas de forma mais cuidada por um maior número de analistas. Esta maior exposição ao mercado, em teoria, deverá levar a uma melhor *performance* da empresa. Deve-se ainda ter em conta que, pelo facto de ser utilizada uma amostra que inclui apenas grandes empresas portuguesas, os resultados alcançados podem sofrer do problema de *selection bias*, ou seja, enviesamento em relação às grandes empresas. Deste modo, aquando da análise de resultados, este aspecto deve ser tido em consideração.

A alavancagem (ou nível de endividamento) da empresa (ALAV) dá-nos a indicação sobre a intensidade de recurso a capitais alheios (dívida) no financiamento de uma empresa, apurando a extensão com que a empresa utiliza capitais alheios no financiamento das suas actividades. Optando-se por utilizar apenas a dívida de longo prazo, tal como Black *et al.* (2006) e Javid e Iqbal (2010), a variável ALAV é calculada através da divisão do valor contabilístico da dívida de longo prazo pelo activo total. A estrutura de financiamento é um indicador importante, pois se a alavancagem for elevada pode requerer uma *governance* adequada como mecanismo de disciplina para limitar as más decisões dos gestores (em maus investimentos) e excesso de risco desnecessário, logo melhorar a *performance* (Weill, 2003).

3.3. Metodologia de análise

Este estudo foi realizado através da metodologia da regressão linear múltipla com dados em painel (inclui dois tipos de dados, seccionais e temporais), método estatístico amplamente utilizado nas ciências sociais. O modelo estimado, de forma a estudar o impacto de alguns mecanismos de CG na *performance* das empresas, inclui três equações (de acordo com cada uma das variáveis de *performance*) e é o seguinte:

$$Q_{it} = \alpha + \beta_1 \text{CONC}_{it} + \beta_2 \text{BOARD}_{it} + \beta_3 \text{DBOARD}_{it} + \beta_4 \text{IBOARD}_{it} + \beta_5 \text{DIM}_{it} + \beta_6 \text{ALAV}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$\text{ROA}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{CONC}_{it} + \beta_2 \text{BOARD}_{it} + \beta_3 \text{DBOARD}_{it} + \beta_4 \text{IBOARD}_{it} + \beta_5 \text{DIM}_{it} + \beta_6 \text{ALAV}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$\text{ROE}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{CONC}_{it} + \beta_2 \text{BOARD}_{it} + \beta_3 \text{DBOARD}_{it} + \beta_4 \text{IBOARD}_{it} + \beta_5 \text{DIM}_{it} + \beta_6 \text{ALAV}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Em qualquer uma das equações descritas, o índice i corresponde à empresa ($i = 1, \dots, 36$) e o índice t representa o ano considerado ($t = 2007, 2008, 2009$). As variáveis dependentes são diferentes em cada um dos modelos (4), (5) e (6), de forma a testar diversas medidas de *performance* das empresas e comparar os valores obtidos (as medidas de análise são o Q de Tobin, o ROA e o ROE). As variáveis independentes são as mesmas em todos os modelos. A fórmula de cálculo de todas as variáveis encontra-se sintetizada na Tabela B do anexo. Os parâmetros α (constante) e β vão ser objecto de estimação e ε corresponde ao erro aleatório do modelo. Deve-se ainda realçar que as equações vão ser estimadas, em primeiro lugar, com a variável IBOARD, e em seguida sem essa variável, optando-se pela hipótese com os resultados mais favoráveis (observando o coeficiente de determinação do modelo, R^2).

O modelo vai ser estimado através de três formas, pelo método tradicional dos mínimos quadrados ordinários (OLS), e por dois métodos para dados em painel, o de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios.

Para estimar os parâmetros de um modelo de efeitos fixos, de acordo com Wooldridge (2007), o método a utilizar é o OLS ou LSDV (*Least Square Dummy Variable*). Este método elimina todos os efeitos que não variam com o tempo. No

modelo de efeitos aleatórios, os parâmetros são estimados pelo método dos mínimos quadrados generalizados (GLS).

Existe a possibilidade de a variância do erro do modelo não ser constante ao longo das observações da variável independente e se o erro também não for independente (apresentar covariância diferente de zero), ocorrem problemas de heterocedasticidade e de autocorrelação, respectivamente. De forma a controlar estes aspectos será utilizada a opção “*robust*” na estimação das regressões (através do *software* STATA 11). Esta opção permite a obtenção de estimativas robustas do erro padrão dos modelos lineares de dados em painel.

Para escolher entre o modelo com efeitos fixos ou aleatórios deve-se aplicar o teste de Hausman (1978), e se este apontar para a hipótese nula de ausência de correlação entre a componente idiossincrática (específica) do erro e as variáveis explicativas, então estamos perante um modelo de efeitos aleatórios (onde o método dos mínimos quadrados generalizados é consistente e eficiente).

De acordo com a literatura existente, espera-se que os coeficientes estimados (β) apresentem determinados sinais para cada um dos mecanismos de CG considerados nesta dissertação.

No que diz respeito à variável CONC, foi referido na revisão de literatura que uma maior concentração de propriedade torna mais fácil a monitorização da gestão da empresa, o que leva a que, em teoria, a *performance* seja melhor. Previsivelmente, espera-se que o coeficiente estimado de CONC seja positivo ($\beta_1 > 0$).

Parece existir uma certa indeterminação sobre o efeito dos membros externos do *board* na *performance* das empresas (ver revisão de literatura). Em nosso entender, a existência destes membros é fundamental para as funções de controlo em prol dos interesses dos detentores de capital. Um controlo mais eficaz sobre os gestores induzirá a uma melhor *performance*. Assim, esperamos que o valor estimado dos coeficientes, quer da variável BOARD, quer da variável IBOARD sejam positivos ($\beta_2 > 0$ e $\beta_4 > 0$).

Partindo da hipótese de que *boards* demasiado grandes são menos benéficos para as empresas (Jensen, 1993, Yermack, 1996), espera-se que o coeficiente estimado para a variável DBOARD seja negativo ($\beta_3 < 0$).

A Tabela 2 apresenta, de forma resumida, os sinais esperados dos coeficientes de cada uma das variáveis de CG:

Tabela 2 – Sinais esperados para as variáveis independentes

Variáveis independentes	Símbolo	Modelos		
		(4)	(5)	(6)
Concentração de Propriedade	CONC	+	+	+
Dimensão do <i>Board</i>	DBOARD	-	-	-
Estrutura do <i>Board</i>	BOARD	+	+	+
Independência do <i>Board</i>	IBOARD	+	+	+

Existe ainda uma nota importante em relação aos anos de análise, 2007 a 2009. O problema está no facto de estes anos terem sido fortemente influenciados pela crise económica e financeira mundial. O ano de 2007 ficou marcado pela crise do *subprime* no mercado hipotecário dos EUA, cujo efeito contaminou todo o mercado financeiro mundial, levando à incerteza e preocupação relativamente ao seu impacto integral na economia real e nos resultados das empresas. Os mercados bolsistas mundiais, também expostos a esta envolvente adversa, registaram elevada volatilidade e uma evolução que, ficando aquém da perspectivada, acabou por não afastar os investidores das acções, até porque as alternativas disponíveis também não se afiguravam atractivas. Em Portugal, a bolsa fechou positiva – pelo quinto ano consecutivo – com o seu principal índice, o PSI 20, a registar uma valorização de 16,3%. Contudo, nos anos seguintes existiram grandes quedas na bolsa, resultando em grandes desvalorizações das acções das empresas. O ano de 2008 ficará na história da bolsa portuguesa como o período mais negro de que há registo na praça nacional. O PSI 20, o principal índice, desvalorizou, em 2008, 51%, sendo este o pior desempenho de um conjunto de 20 índices mundiais acompanhados pela *Euronext*. Tendo em consideração estes factos, os resultados deste estudo podem ser influenciados pela crise mundial, que ainda se faz sentir nos dias de hoje. Consequentemente, os modelos também serão estimados tendo em conta o efeito temporal (anos de 2007, 2008 e 2009), que pode ser um factor importante a considerar na análise dos resultados.

3.4. Hipóteses de estudo

Depois da definição da amostra, das variáveis e do modelo de análise, estamos em condições de formular as hipóteses de estudo, H_1 - H_3 , que serão testadas, de acordo com as variáveis de *performance* consideradas: rácio Q de Tobin, ROA e ROE:

- **H_1 :** a) Existe uma relação positiva entre o rácio Q de Tobin e a concentração de propriedade e estrutura do *board* das empresas.
b) Existe uma relação negativa entre o rácio Q de Tobin e a dimensão do *board* das empresas.
- **H_2 :** a) Existe uma relação positiva entre o ROA e a concentração de propriedade e estrutura do *board* das empresas.
b) Existe uma relação negativa entre o ROA e a dimensão do *board* das empresas.
- **H_3 :** a) Existe uma relação positiva entre o ROE e a concentração de propriedade e estrutura do *board* das empresas.
b) Existe uma relação negativa entre o ROE e a dimensão do *board* das empresas.

Na secção seguinte são apresentados e discutidos os resultados. A estatística descritiva das variáveis foi realizada através da aplicação do *software* Microsoft Office Excel 2007, enquanto a matriz de correlações e as regressões com dados em painel foram concretizadas com recurso ao programa STATA 11, escolhido devido à sua ampla utilização nas ciências sociais.

4. Resultados e análise empírica

A Tabela 3 apresenta a estatística descritiva de todas as variáveis incluídas na análise, para cada um dos anos em análise, à excepção da variável *dummy* IBOARD, que apenas assume os valores 0 e 1. O valor médio do Q de Tobin diminuiu de 1,452 em 2007 para 1,215 em 2009. O ROA também diminuiu no período do estudo, assim como o ROE. Em 2008 verificaram-se resultados bastante anormais para estas duas variáveis, uma vez que a média do ROA foi -1,2%, que pode ser explicada pelos valores baixos do ROA em muitas das empresas da amostra e pelos valores consideravelmente negativos para as restantes empresas. Já no caso do ROE, o ano de 2008 apresenta uma média de 96,7%, influenciada pelo facto de algumas empresas apresentarem nas demonstrações financeiras resultados líquidos e capital próprio negativos. O ROE médio deste ano, excluindo as empresas com resultados anómalos (*outliers*), foi de cerca de 5,3%, que se afigura como um resultando mais coerente.

Os resultados mostram uma concentração de propriedade (CONC) média de 68,4% em 2007 e 71,1% em 2009. É notório que esta característica própria do modelo Continental se verifica em Portugal através de valores bastante elevados, a rondar os 70% (valor médio dos três anos). De notar também que o valor máximo desta variável em qualquer um dos anos ultrapassa os 99%, evidenciando uma grande concentração de propriedade do capital em poucos accionistas (lembrar que foram apenas considerados os 5 maiores accionistas).

Em média, o número de membros externos dos *boards* (variável BOARD) tem aumentado ao longo dos anos em análise, tendo passado de um peso médio de 36,2% em 2007 para 46,3% em 2009. Também se verificou um aumento médio da dimensão do *board* (DBOARD), apresentada nesta tabela através do número de membros que o constitui (sem o logaritmo natural) de forma a ser mais perceptível qual a dimensão efectiva dos *boards* das empresas em análise. Em 2007, a dimensão média era de 8,2 membros e o máximo ascendia a 22 membros. Em 2009, o valor médio situava-se nos 9,1 membros e o máximo subiu para os 25 membros.

Existiu ainda um ligeiro aumento, em média, na variável dimensão da empresa (DIM), medida pelo logaritmo natural do volume de vendas, apesar da crise que se abateu neste período.

Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis

Painel A: Ano 2007								
	<i>Q</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>CONC</i>	<i>BOARD</i>	<i>DBOARD</i>	<i>DIM</i>	<i>ALAV</i>
Média	1,452	0,031	0,254	0,684	0,362	8,222	13,001	0,328
Mínimo	0,863	-0,120	-0,141	0,211	0,000	3	8,169	0,030
Máximo	3,603	0,127	4,263	0,994	0,800	22	16,346	0,595
Mediana	1,268	0,037	0,143	0,720	0,444	7,5	13,214	0,302
Desvio Padrão	0,601	0,040	0,700	0,193	0,261	4,029	1,814	0,163
Observações (N)	36	36	36	36	36	36	36	36
Painel B: Ano 2008								
	<i>Q</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>CONC</i>	<i>BOARD</i>	<i>DBOARD</i>	<i>DIM</i>	<i>ALAV</i>
Média	1,104	-0,012	0,967	0,706	0,427	9	13,144	0,339
Mínimo	0,713	-0,346	-1,218	0,354	0,000	3	7,871	0,009
Máximo	1,682	0,067	27,940	0,997	0,762	21	16,529	0,674
Mediana	1,057	0,007	0,057	0,748	0,462	9	13,192	0,352
Desvio Padrão	0,235	0,087	4,733	0,182	0,226	3,971	1,803	0,181
Observações (N)	36	36	36	36	36	36	36	36
Painel C: Ano 2009								
	<i>Q</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>CONC</i>	<i>BOARD</i>	<i>DBOARD</i>	<i>DIM</i>	<i>ALAV</i>
Média	1,215	0,018	0,193	0,711	0,463	9,111	13,115	0,325
Mínimo	0,762	-0,136	-0,432	0,379	0,000	3	7,738	0,010
Máximo	2,053	0,070	4,067	0,997	0,750	25	16,317	0,703
Mediana	1,095	0,029	0,090	0,755	0,571	8	13,184	0,285
Desvio Padrão	0,322	0,042	0,698	0,185	0,236	4,367	1,781	0,188
Observações (N)	36	36	36	36	36	36	36	36

Variáveis de *performance*: *Q* de Tobin calculado através do rácio (valor de mercado do capital próprio + valor contabilístico da dívida) / valor contabilístico do activo total; *ROA* é o resultado líquido/activo total; *ROE* é o resultado líquido/capital próprio. Variáveis de CG: *CONC*, que é calculado como a soma das participações qualificadas no capital dos 5 maiores accionistas e/ou percentagem de capital superior a 2%; *BOARD* é obtido através da divisão do número de membros externos do *board* pelo total de membros do mesmo; *DBOARD* é o número total de membros do *board*. Variáveis de controlo: *DIM*, calculado como o logaritmo natural do volume de vendas; *ALAV* é a divisão do valor contabilístico da dívida de longo prazo pelo activo total. Optou-se por retirar a variável *IBOARD*, que assume o valor 1 se a percentagem de membros independentes do *board* for superior a 25%, e 0 caso contrário. Painéis A, B e C mostram o sumário da estatística descritiva para estas variáveis durante o período 2007-2009.

A Tabela 4 mostra a matriz de correlação entre as diferentes variáveis. É notório a existência de uma associação linear significativa ao nível de 5%, entre as três variáveis de *performance*, com média de cerca de 0,51 (dos três coeficientes de correlação). De seguida, o resultado que se destaca é o da concentração de propriedade (*CONC*), que tem uma associação negativa com todas as variáveis de *performance*. De uma forma geral, todas as outras variáveis de CG e de controlo apresentam uma associação positiva com o *Q*, o *ROA* e o *ROE*, ou seja, quando uma das variáveis

explicativas aumenta (à excepção da CONC), as variáveis explicadas variam no mesmo sentido.

Esta tabela permite ainda perceber o grau de associação entre as variáveis correspondentes à estrutura do *board*, BOARD e IBOARD, que se encontra destacado a negrito. Este coeficiente de correlação é significativo ao nível de 5% e apresenta o valor de 0,559, concluindo-se que é um valor moderado¹². Aparentemente não será necessário eliminar qualquer uma das duas variáveis mas, de qualquer forma, os modelos descritos na secção anterior serão estimados com e sem a variável IBOARD, de forma a perceber se a mesma é importante, ou não, para ajudar a explicar a variável dependente.

Tabela 4 – Matriz de correlação das variáveis

	<i>Q</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>CONC</i>	<i>BOARD</i>	<i>DBOARD</i>	<i>IBOARD</i>	<i>DIM</i>	<i>ALAV</i>
<i>Q</i>	1								
<i>ROA</i>	0.3891*	1							
<i>ROE</i>	0.4852*	0.6624*	1						
<i>CONC</i>	-0.1147	-0.2239*	-0.1823	1					
<i>BOARD</i>	0.1605	0.2418*	-0.0225	-0.1972*	1				
<i>DBOARD</i>	0.1416	0.3847*	0.2104*	-0.2798*	0.5991*	1			
<i>IBOARD</i>	0.2228*	0.2230*	0.1188	-0.2864*	0.5590*	0.3217*	1		
<i>DIM</i>	0.0011	0.1563	0.0264	-0.2530*	0.3425*	0.4637*	0.1795	1	
<i>ALAV</i>	0.0297	0.0790	0.2104*	-0.3445*	0.1422	0.3163*	0.1531	0.3947*	1

N = 108. * Significância estatística ao nível de 5%. Considerados os anos de 2007, 2008 e 2009.

Como foi acabado de referir, os modelos foram estimados, em primeiro lugar, com a variável IBOARD e de seguida sem essa variável. Os resultados obtidos apontam para a escolha da inclusão desta variável, uma vez que se registaram valores um pouco mais elevados para o R^2 quando a mesma foi incluída. Chegou-se a esta mesma conclusão quando se observaram as estatísticas F (OLS e efeitos fixos) e qui-quadrado (efeitos aleatórios) de ajustamento global do modelo, que eram mais favoráveis nos modelos com a variável IBOARD. Deste modo, só serão apresentados os resultados dos modelos que incluem esta variável.

De acordo com o que já foi referido, para determinar se as regressões são estimadas pelo modelo de efeitos aleatórios (H_0) ou pelo modelo de efeitos fixos (H_1) é

¹² De acordo com a classificação de Franzblau (1958), onde: valores (positivos ou negativos) entre 0 e 0,2 são negligenciáveis; entre 0,2 e 0,4 correspondem a uma fraca correlação; entre 0,4 e 0,6 indicam correlação moderada; entre 0,6 e 0,8 apresentam correlação forte; e entre 0,8 e 1 registam uma correlação muito forte.

necessário recorrer ao teste de Hausman (1978). Assim, na hipótese nula é assumida a ausência de correlação das variáveis explicativas com o termo de erro ($\text{Cov}(X_i, \varepsilon)=0$), onde os estimadores do modelo com efeitos aleatórios são consistentes e eficientes.

Depois de se ter estimado o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios para cada um das regressões múltiplas (sem efeito temporal), foi aplicado o teste de Hausman (com distribuição qui-quadrado, onde os graus de liberdade correspondem ao número de regressores estimados). A tabela seguinte apresenta, de forma resumida, os resultados obtidos.

Tabela 5 – Teste de Hausman

Variáveis dependentes	χ^2 (6)	Prob> χ^2
<i>Q</i>	7.90	0.2455
<i>ROA</i>	2.38	0.8813
<i>ROE</i>	15.55	0.0164

Tendo em conta que a hipótese nula aponta para o modelo de efeitos aleatórios e, observando a Tabela 5, ao nível de 5%, rejeitamos esta hipótese no modelo estimado com o ROE, concluindo que o modelo de efeitos fixos é mais apropriado. Contudo, se considerarmos o nível de significância de 1%, o modelo de efeitos aleatórios é melhor. Nos modelos que têm como variáveis dependentes o *Q* e o *ROA*, não rejeitamos a hipótese nula com qualquer um dos níveis de significância habituais (1%, 5% e 10%), o que significa que o modelo mais adequado é o de efeitos aleatórios.

As Tabelas 6, 7 e 8 apresentam os resultados das regressões com dados em painel para o *Q* de Tobin (*Q*), o *ROA* e o *ROE*, respectivamente, sobre as variáveis de *CG* e de controlo. Deve-se ter em atenção que se utilizou a opção *robust* em todos os modelos, de forma a obter resultados mais robustos dos erros padrão para controlar possíveis problemas de heterocedasticidade e autocorrelação.

Tabela 6 – Resultados dos modelos de regressão – Variável dependente Q

Variáveis independentes	Modelos					
	OLS	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	OLS	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
<i>Constante</i>	50.584*** (4.251)	99.929*** (5.754)	64.846*** (4.570)	60.112*** (4.690)	74.209*** (4.852)	66.107*** (4.799)
<i>CONC</i>	-0.067 (-0.571)	-0.290 (-1.478)	-0.174 (-1.265)	-0.044 (-0.374)	-0.196 (-1.026)	-0.105 (-0.798)
<i>BOARD</i>	0.078 (0.139)	-0.606 (-1.656)	-0.363 (-0.856)	0.267 (0.493)	-0.664* (-1.732)	-0.167 (-0.463)
<i>DBOARD</i>	0.882 (0.708)	-2.783 (-1.453)	0.405 (0.289)	1.022 (0.905)	0.976 (0.546)	1.240 (1.083)
<i>IBOARD</i>	11.091 (1.469)	-5.085 (-0.520)	6.047 (0.780)	9.083 (1.176)	-6.735 (-0.717)	1.761 (0.225)
<i>DIM</i>	-0.094 (-0.753)	-0.079 (-0.842)	-0.062 (-0.530)	-0.101 (-0.868)	0.033 (0.455)	-0.051 (-0.463)
<i>ALAV</i>	-0.018 (-0.143)	-0.014 (-0.094)	-0.021 (-0.167)	-0.011 (-0.086)	0.039 (0.241)	-0.002 (-0.015)
<i>ANO</i>						
2008	-	-	-	22.716*** (-3.484)	22.336*** (-5.094)	22.849*** (-5.363)
2009	-	-	-	-14.812** (-2.198)	-10.515** (-2.102)	13.661*** (-2.744)
<i>R²</i>	0.064	0.091	0.025	0.163	0.356	0.129
<i>N</i>	108	108	108	108	108	108

Variável de *performance*: Q, calculado através do rácio (valor de mercado do capital próprio + valor contabilístico da dívida) / valor contabilístico do activo total. Variáveis de CG: CONC, que é calculado como a soma das participações qualificadas no capital dos 5 maiores accionistas e/ou percentagem de capital superior a 2%; BOARD é obtido através da divisão do número de membros externos do *board* pelo total de membros do mesmo; DBOARD é o logaritmo natural do número total de membros do *board*; IBOARD, que assume o valor 1 se a percentagem de membros independentes do *board* for superior a 25%, e 0 caso contrário. Variáveis de controlo: DIM, calculado como o logaritmo natural do volume de vendas; ALAV é a divisão do valor contabilístico da dívida de longo prazo pelo activo total. Dados em painel modelados com OLS, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Inclusão de variáveis *dummy* referentes aos anos 2007-2009 no segundo conjunto de estimações. Valores entre parênteses correspondem às estatísticas teste t e z. *, ** e *** indicam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Através da análise da Tabela 6, e tendo em consideração que o modelo mais adequado para estudar a relação de Q com as restantes variáveis é o de efeitos aleatórios (a negrito), é possível fazer algumas observações.

Em primeiro lugar, é importante destacar os baixos valores obtidos para o R^2 (assim como nas Tabelas 7 e 8) que, de acordo com a literatura existente, se assume como um resultado comum quando se utilizam dados em painel.

É evidente que a inclusão das variáveis *dummy* dos anos em análise (2007 a 2009) melhorou a estimação do modelo, com as duas variáveis bastante significativas. Se olharmos também para o R^2 do modelo de efeitos aleatórios verificamos que aumentou de 2,5% para 12,9%, o que demonstra que o poder explicativo da regressão subiu consideravelmente. Deste modo, a análise dos resultados será baseada neste modelo.

A concentração de propriedade (CONC), ao contrário do que se esperava, apresenta um impacto negativo no Q de Tobin, além de não apresentar significância estatística. Alguns estudos, referidos na revisão de literatura, chegaram igualmente à conclusão de que esta relação era insignificante, como McConnell e Servaes (1990), Bergstrom e Rydqvist (1990), Prowse (1992) e Craswell *et al.* (1997). Thomsen (2004) verificou também que a relação era negativa, quando analisou a concentração de propriedade através dos *blockholders*, com uma amostra de empresas da Europa Continental.

O coeficiente da variável da estrutura do *board* (BOARD) tem um impacto negativo no rácio Q de Tobin (resultado oposto ao esperado), enquanto o que diz respeito aos membros independentes (IBOARD) apresenta uma variação positiva na variável de *performance*. De notar que esta última variável apresenta um coeficiente com um valor mais elevado (1,761), do que o da variável BOARD, de -0,167, apresentando um maior impacto no Q de Tobin. Contudo, ambas as variáveis não apresentam significância estatística. A relação entre o Q de Tobin e a variável BOARD parece evidenciar uma fraca eficácia da monitorização realizada pelos membros externos do *board* nas empresas incluídas na amostra. Autores como Yermack (1996), Agrawal e Knoeber (1996) e Klein *et al.* (2004) também encontraram uma relação negativa entre a proporção de membros externos e o Q de Tobin, assim como Haniffa e Hudaib (2006) ou Hermalin e Weisbach (1991) não encontraram uma relação significativa entre a *performance* e a proporção de membros externos no *board*.

Outro resultado que contraria a literatura existente foi o obtido para o coeficiente da variável DBOARD, apresentando um valor positivo (1,240). Seria de esperar um sinal negativo, ou seja, que quanto menor fosse a dimensão do *board*, maior seria o valor da *performance*, medida neste caso pelo Q de Tobin. A maioria dos estudos aponta para o resultado que se esperava alcançar (sinal negativo), contudo pode acontecer que, devido à crise financeira, os anómalos anos considerados na análise

(2007 a 2009) tenham influenciado os resultados que foram alcançados. Por outro lado, pode suceder que, no caso português, *boards* de maior dimensão sejam mais propícios à obtenção de melhores *performances* por parte das empresas. Adams e Mehran (2005) encontraram também uma relação positiva entre a dimensão do *board* e o Q de Tobin, mas consideraram na amostra apenas as instituições financeiras.

Foram utilizadas ainda duas variáveis de controlo, referentes à dimensão e alavancagem da empresa. Apesar de ambas influenciarem negativamente o Q de Tobin (com pouca expressão), os seus resultados não devem ser levados em consideração como explicação da variável dependente, do ponto de vista estatístico.

Depois da análise dos resultados, é possível afirmar que a H₁ não foi validada quase na sua totalidade, uma vez que os sinais obtidos para os coeficientes não corresponderam aos esperados. Apenas parte da alínea a) da H₁ foi corroborada, tendo em conta que a variável IBOARD foi a única que apresentou o sinal esperado (+), mas sem significância estatística.

Tabela 7 – Resultados dos modelos de regressão – Variável dependente ROA

Variáveis independentes	Modelos					
	OLS	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	OLS	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
<i>Constante</i>	30.559*** (4.390)	38.509*** (2.973)	31.074*** (3.758)	36.273*** (5.314)	21.033* (2.029)	33.271*** (4.263)
<i>CONC</i>	-0.087 (-1.229)	-0.047 (-0.239)	-0.093 (-1.001)	-0.073 (-1.090)	0.049 (0.330)	-0.051 (-0.632)
<i>BOARD</i>	-0.123 (-0.449)	0.250 (0.536)	-0.057 (-0.165)	-0.009 (-0.037)	0.430 (1.033)	0.165 (0.621)
<i>DBOARD</i>	1.917*** (3.261)	-0.820 (-0.417)	1.564** (2.032)	2.000*** (3.797)	1.793 (0.955)	1.804*** (2.678)
<i>IBOARD</i>	3.999 (0.923)	7.747 (1.158)	4.968 (0.921)	2.794 (0.732)	7.513 (1.371)	3.567 (0.798)
<i>DIM</i>	-0.012 (-0.201)	0.036 (0.422)	-0.002 (-0.030)	-0.016 (-0.290)	0.060 (0.771)	-0.005 (-0.086)
<i>ALAV</i>	-0.057 (-0.851)	-0.067 (-0.697)	-0.049 (-0.621)	-0.052 (-0.875)	-0.047 (-0.656)	-0.042 (-0.680)
<i>ANO</i>						
2008	-	-	-	-13.981*** (-3.914)	-15.018*** (-4.930)	-14.226*** (-5.224)
2009	-	-	-	-9.242**	-11.204***	-9.806***

				(-2.316)	(-3.054)	(-2.802)
R^2	0.178	0.037	0.174	0.279	0.307	0.273
N	108	108	108	108	108	108

Variável de *performance*: ROA é o resultado líquido/ativo total. Variáveis de CG: CONC, que é calculado como a soma das participações qualificadas no capital dos 5 maiores accionistas e/ou percentagem de capital superior a 2%; BOARD é obtido através da divisão do número de membros externos do *board* pelo total de membros do mesmo; DBOARD é o logaritmo natural do número total de membros do *board*; IBOARD, que assume o valor 1 se a percentagem de membros independentes do *board* for superior a 25%, e 0 caso contrário. Variáveis de controlo: DIM, calculado como o logaritmo natural do volume de vendas; ALAV é a divisão do valor contabilístico da dívida de longo prazo pelo activo total. Dados em painel modelados com OLS, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Inclusão de variáveis *dummy* referentes aos anos 2007-2009 no segundo conjunto de estimações. Valores entre parênteses correspondem às estatísticas teste t e z . *, ** e *** indicam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

A Tabela 7 apresenta os resultados referentes à estimação dos modelos com a variável de *performance* ROA como dependente. De acordo com o teste de Hausman, o modelo que deve ser analisado é o de efeitos aleatórios. Também neste caso, a inclusão das variáveis *dummy* temporais permitiu obter resultados com maior poder de explicação (R^2 passou de 17,4% para 27,3%).

Os resultados alcançados são semelhantes aos obtidos na Tabela 6, com o Q de Tobin como variável dependente, com excepção de dois casos, referidos abaixo.

O coeficiente da variável BOARD apresenta neste modelo um sinal positivo, tal como esperado, mostrando, embora sem significância estatística, que uma maior proporção de membros externos no *board* melhora a *performance* das empresas, quando é considerado o ROA. Schellenger *et al.* (1989), Pearce e Zahra (1992) e Daily e Dalton (1993) confirmam o resultado enunciado.

Tal como no modelo do Q de Tobin, também se obteve um valor positivo para o coeficiente da variável DBOARD, quando se mensurou a *performance* através do ROA. No entanto, neste modelo o resultado alcançado já apresenta significância estatística ao nível de 1%, indicando que, aparentemente, *boards* de maior dimensão levam a melhores *performances*, tendo em conta a amostra de empresas portuguesas do PSI Geral e os anos analisados.

A H_2 foi só parcialmente validada, apenas no que diz respeito aos sinais positivos obtidos para os coeficientes das variáveis BOARD e IBOARD. Contudo, do ponto de vista estatístico, os resultados não são importantes para explicar a *performance* (ROA) das empresas.

Tabela 8 – Resultados dos modelos de regressão – Variável dependente ROE

Variáveis independentes	Modelos					
	OLS	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	OLS	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
<i>Constante</i>	43.268*** (4.237)	5.482 (0.266)	34.433** (2.305)	48.350*** (4.575)	-11.834 (-0.526)	33.995** (2.115)
<i>CONC</i>	-0.083 (-0.773)	0.654*** (3.649)	0.050 (0.351)	-0.071 (-0.645)	0.737*** (3.514)	0.113 (0.700)
<i>BOARD</i>	-0.960** (-2.359)	-0.813 (-1.474)	-1.177*** (-3.054)	-0.865** (-2.000)	-0.722 (-1.095)	-1.027** (-2.147)
<i>DBOARD</i>	2.392*** (2.696)	-2.129 (-1.042)	2.160** (2.040)	2.470*** (2.760)	0.436 (0.198)	2.481** (2.383)
<i>IBOARD</i>	8.224 (1.401)	20.234** (2.496)	13.516** (2.361)	7.158 (1.205)	19.654*** (2.852)	12.411** (2.170)
<i>DIM</i>	-0.111 (-1.070)	0.440* (1.737)	0.000 (0.001)	-0.114 (-1.036)	0.484* (1.917)	0.016 (0.079)
<i>ALAV</i>	0.136 (1.175)	0.027 (0.199)	0.096 (0.879)	0.141 (1.232)	0.054 (0.399)	0.100 (0.934)
<i>ANO</i>						
2008	-	-	-	-12.842** (-2.107)	-14.923*** (-3.111)	-13.207*** (-2.765)
2009	-	-	-	-7.830 (-2.107)	-9.507* (-3.111)	-7.976 (-2.765)
<i>R²</i>	0.138	0.220	0.108	0.179	0.346	0.134
<i>N</i>	108	108	108	108	108	108

Variável de *performance*: ROE é o resultado líquido/capital próprio. Variáveis de CG: CONC, que é calculado como a soma das participações qualificadas no capital dos 5 maiores accionistas e/ou percentagem de capital superior a 2%; BOARD é obtido através da divisão do número de membros externos do *board* pelo total de membros do mesmo; DBOARD é o logaritmo natural do número total de membros do *board*; IBOARD, que assume o valor 1 se a percentagem de membros independentes do *board* for superior a 25%, e 0 caso contrário. Variáveis de controlo: DIM, calculado como o logaritmo natural do volume de vendas; ALAV é a divisão do valor contabilístico da dívida de longo prazo pelo activo total. Dados em painel modelados com OLS, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Inclusão de variáveis *dummy* referentes aos anos 2007-2009 no segundo conjunto de estimações. Valores entre parênteses correspondem às estatísticas teste t e z. *, ** e *** indicam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

A Tabela 8 mostra os resultados referentes à estimação dos modelos que têm como variável dependente o rácio ROE. O teste de Hausman sugere que o modelo que deve ser analisado é o de efeitos fixos. Observando os vários R^2 dos modelos, o de efeitos fixos, que inclui as variáveis *dummy* referentes aos anos de 2007 a 2009, é o que apresenta um valor mais elevado (34,6%).

Neste modelo, existem duas variáveis de CG com significância estatística. A primeira é a CONC, significativa ao nível de 1%, que apresenta um impacto positivo na

performance medida pelo ROE, ao contrário do que tinha sucedido com o Q de Tobin e o ROA. Este resultado era o esperado (+), reforçando a ideia de que se o capital de uma empresa estiver mais concentrado, existe maior incentivo à monitorização do trabalho realizado pelo *board* e este comportamento reflecte-se na *performance* das empresas. Xu e Wang (1999) e Earle *et al.* (2005) chegaram às mesmas conclusões, utilizando também o ROE como medida de *performance* das empresas.

A outra variável de CG significativa (a 1%) neste modelo é a IBOARD. O coeficiente obtido é positivo, ao contrário do da variável BOARD, que é negativo e insignificante. Deste modo, existe evidência de que a existência de pelo menos 25% de membros independentes no *board* leva a uma melhor *performance* das empresas. Já se tinha chegado a esta mesma conclusão nos modelos com o Q de Tobin e o ROA. No que diz respeito à variável BOARD, Daily e Dalton (1992) e Schellenger *et al.* (1989) também concluíram que a relação entre os membros externos do *board* e o ROE não era significativa.

No entanto, se observarmos o modelo de efeitos aleatórios (considerando o nível de significância de 1% no teste de Hausman), a variável CONC já não é significativa na explicação do ROE (apesar de se manter positiva), mas a BOARD e a DBOARD passam a ser importantes. A variável BOARD tem um impacto significativamente negativo no ROE, enquanto o coeficiente da variável DBOARD apresenta um sinal positivo. Comparando com os sinais esperados resumidos na Tabela 2, verificamos que foram obtidos os resultados opostos aos esperados, exactamente como se tinha verificado no modelo que tinha o Q de Tobin como variável de *performance*. Neste modelo também se verifica que a variável IBOARD é relevante na explicação do ROE.

Os resultados alcançados através do modelo de efeitos fixos corroboram apenas uma parte da alínea a) da H₃, somente no que diz respeito ao impacto positivo da concentração de propriedade (CONC) e da independência do *board* (IBOARD) na *performance*, medida pelo ROE.

Por fim, realizou-se o teste de Ramsey (1969), que testa a possibilidade de um modelo ter variáveis de outras ordens omitidas (X^2 , X^3 , etc), ou seja, se a existência de combinações não lineares dos valores estimados podem ajudar a explicar as variáveis dependentes ou não. A intuição por detrás deste teste é a de que se as combinações não lineares das variáveis explicativas têm poder para explicar a variável dependente, então

o actual modelo está mal especificado. A hipótese nula é a de que o modelo não apresenta variáveis omitidas. A Tabela 9 apresenta os resultados do teste para cada uma das regressões estimadas.

Tabela 9 – Teste de Ramsey

Variáveis dependentes	F (3,98)	Prob>F
<i>Q</i>	0.95	0.4201
<i>ROA</i>	0.12	0.9488
<i>ROE</i>	0.99	0.4031

Aos níveis de significância habituais, a hipótese nula não é rejeitada em nenhum dos modelos. Deste modo, a inclusão de variáveis não lineares não tem o poder de acrescentar alguma explicação sobre as variáveis dependentes.

5. Conclusões, limitações e investigação futura

5.1. Conclusões

A crise económica e financeira dos últimos anos, assim como os escândalos de falências de grandes empresas no início do séc. XXI, tornaram o tema de CG um dos assuntos de maior destaque na actividade das empresas. As boas práticas de CG são consideradas essenciais nas empresas, de forma a ser transmitida uma maior confiança e credibilidade aos mercados.

A literatura existente sugere, em larga escala, que a CG está associada a um maior valor e *performance* das empresas. O objectivo deste estudo foi estudar a relação de alguns mecanismos de CG seleccionados na literatura (concentração de propriedade e dimensão e estrutura do *board*) com a *performance* (Q de Tobin, ROA e ROE) das empresas portuguesas cotados em bolsa, durante os anos de 2007 a 2009.

Os resultados obtidos diferem de acordo com a medida de *performance* das empresas utilizada. Quando se utilizou o Q de Tobin, nenhuma das variáveis de CG era significativa na explicação da *performance* e apenas a variável IBOARD apresentou o sinal esperado (+). Deste modo, é possível concluir que a independência dos membros do *board* (igual ou superior a 25%), assim como uma maior dimensão do mesmo (DBOARD) afecta positivamente os resultados das empresas portuguesas consideradas na amostra. Por outro lado, uma maior concentração de propriedade do capital (CONC) e uma maior proporção de membros externos no *board* (BOARD) parece ter um impacto negativo no Q de Tobin. Este último resultado vai de encontro a alguns trabalhos existentes na literatura, como Yermack (1996) ou Agrawal e Knoeber (1996).

No caso em que o ROA corresponde à medida de *performance* utilizada, a dimensão do *board* assume-se como bastante significativa na explicação da variável dependente. Este resultado mostra-nos que, no caso português, *boards* de maiores dimensões permitem que as empresas alcancem melhores *performances* (resultado contrário ao que era esperado, de acordo com grande parte da literatura, nomeadamente Jensen, 1993). A variável referente à estrutura do *board* apresenta um impacto positivo no ROA, assim como se verificou nos estudos de Pearce e Zahra (1992) ou Daily e Dalton (1993), evidenciando que uma maior percentagem de membros externos no *board* permite que a empresa alcance resultados melhores, em teoria. Contudo, do ponto de vista estatístico, o resultado não é significativo.

Em relação ao ROE, o primeiro resultado que se destaca é o da concentração de propriedade, que apresenta um coeficiente positivo e significativo, resultado consistente com grande parte da literatura existente (Xu e Wang, 1999 e Earle *et al.*, 2005, por exemplo). Consequentemente, parece que os grandes accionistas desempenham efectivamente os seus papéis de monitorização e controlo nas decisões tomadas pelo *board* e, como tal, esse esforço reflecte-se depois na *performance* das empresas. A outra variável de CG significativa neste modelo é a da independência do *board*, com um coeficiente positivo, tal como tinha sucedido nos modelos com o Q de Tobin e com o ROA. Deste modo, a existência de pelo menos 25% de membros independentes no *board* conduz a uma melhor *performance* das empresas, demonstrando que estes membros têm um papel importante na obtenção dos objectivos estipulados. De referir ainda que todos estes resultados sofrem de *selection bias*, ou seja, são enviesados em relação às grandes empresas.

Em suma, é possível afirmar que é crucial que o tema da CG assuma uma importância cada vez maior nas empresas, para que a transparência e a credibilidade sejam uma realidade bem presente nos mercados cada vez mais integrados. Os investidores dão grande importância a estes factores e se sentirem confiança nas empresas, certamente colocarão mais capital a circular nas mesmas e a economia global sairá a ganhar.

5.2. Limitações e investigação futura

Este estudo encontrou algumas limitações. Em primeiro lugar, os anos utilizados para a recolha de dados, 2007 a 2009, foram fortemente influenciados pela crise financeira mundial, logo os resultados obtidos podem levar a conclusões distorcidas da realidade. Seria interessante estudar esta questão no futuro, quando os mercados ultrapassarem a actual crise, utilizando também um maior número de anos na análise. Em segundo lugar, a dimensão da amostra era reduzida (apenas foram incluídas 36 empresas, num total de 108 observações) quando comparada com outros estudos internacionais. Amostras de maiores dimensões permitem obter resultados com menor variância e percentagem de erro, aumentando o nível de confiança dos mesmos. Outra limitação encontrada foi a utilização de uma amostra que inclui apenas empresas cotadas, o que leva a que os resultados alcançados possam não ser os mesmos para

outras empresas, tais como as muitas PME's existentes em Portugal. Desta forma, a hipótese de generalizar os resultados obtidos torna-se limitada.

No que diz respeito a investigação futura, destacamos alguns pontos que consideramos importantes serem abordados. O primeiro diz respeito à estrutura de propriedade, uma vez que esta dissertação considerou apenas a percentagem de capital detido pelos cinco maiores accionistas, sem diferenciar os vários tipos de investidores. Torna-se por isso importante que futuros estudos analisem outras perspectivas deste mecanismo de CG, isolando por exemplo a proporção de capital detido por famílias ou pelos membros do *board* (*insiders*). Podem também ser incluídas mais variáveis de controlo, que permitam ajudar a explicar melhor a variável de *performance*, como o sector de actividade das empresas ou o número de anos desde a constituição de cada empresa. Outro ponto importante está relacionado com a endogeneidade das variáveis de CG, que não foi tratada neste estudo. Futuros trabalhos devem utilizar variáveis instrumentais que permitam um tipo de análise dinâmica ou invés de estática, uma vez que *performances* fracas podem afectar a concentração de propriedade e a estrutura e dimensão do *board* e não apenas o oposto (considerado nesta dissertação). Este problema existe porque a direcção da relação de causalidade entre as variáveis de *performance* e de CG é incerta. A literatura internacional mais recente já aborda com frequência esta questão. Por fim, existem ainda outros mecanismos de CG capazes de minorar o problema de agência e que podem ser objecto de estudo, como a remuneração dos gestores ou o facto de o CEO e o presidente do *board* serem a mesma pessoa.

Referências bibliográficas

Adams, R.; Mehran, H., 2005, “Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry”, EFA 2005 Moscow Meetings, Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=302593>.

Agrawal, A.; Knoeber, C., 1996, “Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), p. 377-397.

Agrawal, A.; Mandelker, G., 1990, “Large shareholders and the monitoring of managers: the case of antitakeover charter amendments”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25 (2), p. 143-161.

Alves, C.; Mendes, V., 2001, “Corporate governance policy and company performance: the case of Portugal”, Faculdade de Economia do Porto, Portugal (Working Paper n.º 112).

Baker, G.; Jensen, M.; Murphy, K., 1988, “Compensation and incentives: practice vs. theory”, *Journal of Finance*, 43 (3), p. 593-616.

Baysinger, B.; Butler, H., 1985, “Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition”, *Journal of Law, Economics and Organization*, 1 (1), p. 101-124.

Bebchuk, L.; Hamdani, A., 2009, “The elusive quest for global governance standards”, *University of Pennsylvania Law Review*, 157 (5), p. 1263-1317.

Becker, B.; Cronqvist, H.; Fahlenbrach, R., 2009, “Estimating the effects of large shareholders using a geographic instrument”, AFA 2009 San Francisco Meetings Paper, Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1101012>.

Bergstrom, C.; Rydqvist, K., 1990, “The determinants of corporate ownership: an empirical study on Swedish data”, *Journal of Banking and Finance*, 14 (2-3), p. 237-253.

Berle, A.; Means, G., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan Publishing, New York.

Bethel, J.; Liebeskind, J.; Opler, T., 1998, “Block share purchases and corporate performance”, *Journal of Finance*, 53 (2), p. 605-634.

Bhagat, S.; Black, B., 1999, “The uncertain relationship between board composition and firm performance”, *Business Lawyer*, 54 (3), p. 921-963.

Bhagat, S.; Black, B., 2000, “Board independence and long-term firm performance”, Columbia Law School, New York, USA (Working Paper n.º 143).

Bhagat, S.; Black, B., 2002, "The non-correlation between board independence and long-term firm performance", *Journal of Corporation Law*, 27 (2), p. 231-274.

Bhagat, S.; Bolton, B.; Romano, R., 2008, "The promise and peril of corporate governance indices", *Columbia Law Review*, 108 (8), p. 1803-1882.

Black, B.; Jang, H.; Kim, W., 2006, "Does corporate governance affect firm value? Evidence from Korea", *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22 (2), p. 366-413.

Byrd, J.; Hickman, K., 1992, "Do outside directors monitor managers?", *Journal of Financial Economics*, 32 (2), p. 195-221.

Cadbury Report, 1992, "Report of the committee on the financial aspects of corporate governance", Gee Publishing Ltd, London.

Campbell, A., 1997, "Stakeholders: the case in favour", *Long Range Planning – International Journal of Strategic Management*, 30 (3), p. 446-449.

Carline, N.; Linn, S.; Yadav, P., 2002, "The influence of managerial ownership on the real gains in corporate mergers and market revaluation of mergers partners: empirical evidence", EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper, Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=302606>.

Choe, H.; Lee, B., 2003, "Korean bank governance reform after the Asian financial crisis", *Pacific-Basin Finance Journal*, 11 (4), p. 483-508.

Chung, K.; Pruitt, S., 1994, "A simple approximation of Tobin's Q", *Financial Management*, 23 (3), p. 70-74.

Clark, R., 1985, "Agency costs versus fiduciary duties", J.W. Pratt & R. J. Zeckhauser (Eds.), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Harvard Business School Press, p. 55-79.

Coase, R., 1937, "The nature of the firm", *Economica*, 4 (16), p. 386-405.

Coles, J.; Daniel, N.; Naveen, L., 2008, "Boards: does one size fit all?", *Journal of Financial Economics*, 87 (2), p. 329-356.

Comissão Europeia, 2005, "Recomendação da Comissão relativa ao papel dos administradores não executivos ou membros do Conselho de Supervisão de sociedades cotadas e aos comités do Conselho de Administração ou de Supervisão", 15 de Fevereiro, Comissão das Comunidades Europeias (2005/162/CE).

Canyon, M.; Peck, S., 1998, "Board size and corporate performance: evidence from European countries", *European Journal of Finance*, 4 (3), p. 291-304.

Craswell, A.; Taylor, S.; Saywell, R., 1997, "Ownership structure and corporate performance: Australian evidence", *Pacific-Basin Finance Journal*, 5 (3), p. 301-323.

Daily, C.; Dalton, D., 1992, "The relationship between governance structure and corporate performance in entrepreneurial firms", *Journal of Business Venturing*, 7 (5), p. 375-386.

Daily, C.; Dalton, D., 1993, "Board of directors leadership and structure: control and performance implications", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 17 (3), p. 65-81.

Daily, C.; Dalton, D., 1998, "Does board composition affect corporate performance? No!", *Directorship*, 24 (7), p. 7-9.

Dalton, D.; Daily, C.; Elistrand, A.; Johnson, J., 1998, "Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance", *Strategic Management Journal*, 19 (3), p. 269-290.

Dalton, D.; Daily, C.; Elistrand, A.; Johnson, J., 1999, "Number of directors and financial performance: a meta-analysis", *Academy of Management Journal*, 42 (6), p. 29-47.

Demsetz, H.; Lehn, K., 1985, "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy*, 93 (6), p. 1155-1177.

Demsetz, H.; Villalonga, B., 2001, "Ownership structure and corporate performance", *Journal of Corporate Finance*, 7 (3), p. 209-233.

Denis, D. J.; Denis, D. K., 1994, "Majority owner-managers and organizational efficiency", *Journal of Corporate Finance*, 1 (1), p. 91-118.

Earle, J.; Kucsera, C.; Telegdy, A., 2005, "Ownership concentration and corporate performance on the Budapest stock exchange: do too many cooks spoil the goulash", *Corporate Governance*, 13 (2), p. 254-264.

Eisenberg, T.; Sundgren, S.; Wells, M., 1998, "Larger board size and decreasing firm value in small firms", *Journal of Financial Economics*, 48 (1), p. 35-54.

Fama, E., 1980, "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, 88 (2), p. 288-307.

Fama, E.; Jensen, M., 1983, "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26 (2), p. 327-349.

Fernandez, C.; Gomez, S., 2002, "Does ownership structure affect firm performance? Evidence from a continental-type governance system", University of Oviedo, Asturias (Working Paper).

Firth, M.; Fung, P.; Rui, O., 2002, "Simultaneous relationships among ownership, corporate governance and financial performance", Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=337860>.

Florackis, C.; Ozkan, A., 2004, "Agency costs and corporate governance mechanisms: evidence for UK firms", University of York, UK (Working Paper).

Forsberg, R., 1989, "Outside directors and managerial monitoring", *Akron Business and Economic Review*, 20 (2), p. 24-32.

Franzblau, A., 1958, *A Primer of Statistics for Non-Statisticians*, Harcourt, Brace & World, New York (Chap. 7).

Gedajlovic, E.; Shapiro, D., 1998, "Management and ownership effects: evidence from five countries", *Strategic Management Journal*, 19 (6), p. 533-553.

Giannetti, M.; Laeven, L., 2009, "Pension reform, ownership structure, and corporate governance: evidence from a natural experiment", *Review of Financial Studies*, 22 (10), p. 4091-4127.

Godard, L.; Schatt, A., 2000, "Quelles sont les caractéristiques optimales du Conseil d'Administration?", *Revue du Financier*, 127 (4), p. 36-47.

Haniffa, R.; Hudaib, M., 2006, "Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies", *Journal of Business Finance and Accounting*, 33 (7-8), p. 1034-1062.

Hausman, J., 1978, "Specification tests in econometrics", *Econometrica*, 46 (6), 1251-1271.

Hermalin, B.; Weisbach, M., 1991, "The effects of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management*, 20 (4), p. 101-112.

Hermalin, B.; Weisbach, M., 2003, "Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature", *Economic Policy Review*, 9 (1), p. 7-26.

Holderness, C.; Sheehan, D., 1988, "The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis", *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2), p. 317-346.

Huther, J., 1997, "An empirical test of the effect of board size on firm efficiency", *Economics Letter*, 54 (3), p. 259-264.

Javid, A.; Iqbal R., 2010, "Corporate governance in Pakistan: corporate valuation, ownership and financing", Pakistan Institute of Development Economics, Pakistan (Working Paper n.º 57).

Jensen, M., 1983, "Organization theory and methodology", *Accounting Review*, 58 (2), p. 319-339.

Jensen, M., 1993, "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, 48 (3), p. 831-880.

Jensen, M., 2000, *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Harvard University Press, Cambridge.

Jensen, M.; Meckling, W., 1976, "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3 (4), p. 305-360.

Keasey, K.; Thompson, S.; Wright, M., 1997, "The corporate governance problem – competing diagnosis and solution", In: K. Keasey, S. Thompson, & M. Wright (Eds.), *Corporate Governance: Economic, Management and Financial Issues*, Oxford University Press, New York, p. 10-15.

Keasey, K.; Wright, M., 1993, "Issues in corporate accountability and governance: an editorial", *Accounting and Business Research*, 23 (91A), p. 291-303.

Kesner, I., 1987, "Directors stock ownership and organizational performance: an investigation of Fortune 500 companies", *Journal of Management*, 13 (3), p. 499-508.

Kiel, G.; Nicholson, G., 2003, "Board composition and corporate performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance", *Corporate Governance: An International Review*, 11 (3), p. 189-205.

Klapper, L.; Love, I., 2004, "Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets", *Journal of Corporate Finance*, 10 (5), p. 703-728.

Klein, A., 1998, "Firm performance and board committee structure", *Journal of Law and Economics*, 41 (1), p. 275-303.

Klein, P.; Shapiro, D.; Young, J., 2004, "Board independence and the family-owned firm", *Canadian Investment Review*, 17 (3), p. 8-13.

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R., 1998, "Law and finance", *Journal of Political Economy*, 107 (6), p. 1133-1155.

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R., 1999, "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, 54 (2), p. 471-519.

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R., 1999b, "Investor protection and corporate valuation", *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, MA (Working Paper n.º 7403).

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R., 2000, "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), p. 3-27.

Lee, C.; Rosenstein, S.; Rangan, N.; Davidson, W., 1992, "Board composition and shareholder wealth: the case of management buyouts", *Financial Management*, 21 (1), p. 58-72.

Leech, D.; Leahy, J., 1991, "Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies", *The Economic Journal*, 101 (409), p. 1418-1437.

Liang, N.; Li, J., 1999, "Board structure and firm performance: new evidence from China's private firms", Paper presented at the Academy of Management Annual Conference, Chicago, USA, August 7-10.

Lindenberg, E.; Ross, S., 1981, "Tobin's q ratio and industrial organization", *Journal of Business*, 54 (1), p. 1-32.

Lipton, M.; Lorsch, J., 1992, "A modest proposal for improved corporate governance", *Business Lawyer*, 48 (1), p. 59-77.

Loderer, C.; Peyer, U., 2002, "Board overlap, seat accumulation and share prices", *European Financial Management*, 8 (2), p. 165-192.

Maher, M.; Andersson, T., 1999, "Corporate governance: effects on firm performance and economic growth", Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), p. 1-51.

Mak, Y.; Kusnadi, Y., 2005, "Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value", *Pacific-Basin Finance Journal*, 13 (3), p. 301-318.

Matos, P., 2009, "A relação entre os accionistas e os gestores de sociedades cotadas: alguns problemas e soluções", *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, 33, p. 92-104.

McConnell, J.; Servaes, H., 1990, "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, 27 (2), p. 595-612.

McKinsey & Company, 2002, "How good management raises productivity", The McKinsey Quarterly.

McKnight, P.; Mira, S., 2003, "Corporate governance mechanisms, agency costs and firm performance in UK firms", Cardiff University, UK (Working Paper).

Mehran, H., 1995, "Executive compensation structure, ownership, and firm performance", *Journal of Financial Economics*, 38 (2), p. 163-184.

Mitton, T., 2002, "A cross-firm analysis of corporate governance on East-Asian Crises", *Journal of Financial Economics*, 64 (2), p. 215-241.

Monks, R.; Minow, N., 2001, *Corporate Governance*, 2nd edition, Blackwell Publishing, London.

Morck, R.; Shleifer, A.; Vishny, R., 1988, "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2), p. 293-315.

Moreira, J.; Gonçalves, H.; Oliveira, G., 2004, "*Corporate governance em Portugal*", XII Conferencia Anual de Ética, Economía y Dirección, Universidad de Jaén, Úbeda, Espanha, Disponível em:

http://www.ujaen.es/huesped/xiiconfe/Comunicaciones/Jose_Manuel_Moreira_y_otros.pdf.

OCDE, 1999, Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico, Paris (com revisão em 2004), Disponível em: <http://www.oecd.org/dataoecd/1/42/33931148.pdf>.

Pearce, J.; Zahra, S., 1992, “Board compensation from a strategic contingency perspective”, *Journal of Management Studies*, 29 (4), p. 411-438.

Prowse, S., 1992, “The structure of corporate ownership in Japan”, *Journal of Finance*, 47 (3), p. 1121-1140.

Ramsey, J., 1969, “Tests for specification errors in classical linear least squares regression analysis”, *J. Roy. Statist. Soc. B.*, 31 (2), p. 350-371.

Rediker, K.; Seth, A., 1995, “Board of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms”, *Strategic Management Journal*, 16 (2), p. 85-99.

Rhoades, D.; Rechener, P.; Sundramurthy, C., 2000, “Board composition and financial performance: a meta analysis of the influence of outside directors”, *Journal of Managerial Issues*, 12 (1), p. 76-91.

Rosenstein, S.; Wyatt, J., 1990, “Outside directors: board independence and shareholder wealth”, *Journal of Financial Economics*, 26 (2), p. 175-191.

Ross, S., 1973, “The economic theory of agency: the principal’s problem”, *American Economic Review*, 63 (2), p. 134-139.

Schellenger, M.; Wood, D.; Tashakori, A., 1989, “Board of director composition, shareholder wealth, and dividend policy”, *Journal of Management*, 15 (3), p. 457-467.

Shleifer, A.; Vishny, R., 1986, “Large shareholders and corporate control”, *Journal of Political Economy*, 94 (3), p. 461-488.

Shleifer, A.; Vishny, R., 1997, “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance*, 52 (2), p. 737-783.

Silva, A.; Vitorino, A.; Alves, C.; Cunha, J.; Monteiro, M., 2006, “Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal”, IPCG, Disponível em: http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/libro_bianco_cgov_pt.pdf.

Smith, A., 1776, *The Wealth of Nations*, Cannan Edition (1904), Modern Library (Reprint edition, 1937), New York.

Thomsen, S., 2004, “Blockholder ownership, dividends and firm value in continental Europe”, Copenhagen Business school (Working Paper).

Tobin, J., 1969, “A general equilibrium approach to monetary theory”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1 (1), p. 15-29.

Tobin, J.; Brainard, W., 1968, “Pitfalls in financial model building”, *American Economic Review*, 58 (2), p. 99-122.

Villalonga, B.; Amit, R., 2006, “How do family ownership, control and management affect firm value?”, *Journal of Financial Economics*, 80 (2), p. 385-417.

Weill, L., 2003, “Leverage and corporate performance: a frontier efficiency analysis”, EFMA Helsinki Meetings, Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=300640>.

Weir, C., 1997, “Corporate governance, performance and take-overs: an empirical analysis of UK merges”, *Applied Economics*, 29 (11), p. 1465-1475.

Weir, C.; Laing, D.; McKnight, P., 2002, “Internal and external government mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 19 (5-6), p. 579-611.

Weisbach, M., 1988, “Outside directors and CEO turnover”, *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2), p. 431-460.

Wooldridge, J., 2007, “Inverse probability weighted estimation for general missing data problems”, *Journal of Econometrics*, 141 (2), p. 1281-1301.

Xu, X.; Wang, Y., 1999, “Ownership structure, corporate governance in Chinese stock companies”, *China Economic Review*, 10 (1), p. 75-98.

Yermack, D., 1996, “Higher market valuation for firms with a small board of directors”, *Journal of Financial Economics*, 40 (2), p. 185-211.

Sites consultados

<http://www.cmvm.pt/>

<http://www.euronext.com/landing/indexMarket-18812-PT.html>

Anexos

Tabela A – Lista de empresas incluídas na amostra – PSI Geral

Símbolo	Nome da empresa	Sector *	Peso no índice ** (%)
ALTR	Altri	Indústria Geral (Pasta de Papel)	0,50
BRI	Brisa	Indústria dos Transportes	4,33
CPR	Cimpor	Construção e Materiais	5,03
CFN	Cofina	Media	0,08
COMAE	Compta	Software e Serviços de Informática	0,00
COR	Corticeira Amorim	Indústria Geral (Cortiça)	0,23
EDP	EDP	Electricidade	15,18
ESO	Estoril Sol	Viagens e Lazer	0,05
FSP	Fisipe	Químicos	0,03
GAL	Galp	Petróleo e Gás	18,79
GLINT	Glintt (Pararede)	Software e Serviços de Informática	0,04
IBS	Ibersol	Viagens e Lazer	0,22
GPA	Imob. C. Grão-Pará	Construção e Materiais	0,01
IPR	Impresa	Media	0,25
INA	Inapa	Floresta e Papel	0,07
JMT	Jerónimo Martins	Retalho	10,84
LIG	Lisgráfica	Serviços de Suporte	0,01
MAR	Martifer	Indústria Geral	0,21
MCP	Media Capital	Media	0,35
EGL	Mota Engil	Construção e Materiais	0,55
NBA	Novabase	Software e Serviços de Informática	0,14
ORE	Orey Antunes	Indústria dos Transportes	0,03
PTI	Portucel	Floresta e Papel	2,83
PTC	Portugal Telecom	Telecomunicações Fixas	10,98
RED	Reditus	Software e Serviços de Informática	0,11
RENE	REN	Electricidade	1,99
SVA	SAG Gest	Retalho	0,12
SEM	Semapa	Construção e Materiais	1,49
SCOAE	Soares da Costa	Construção e Materiais	0,13
SON	Sonae	Retalho	2,45
SONI	Sonae Indústria	Construção e Materiais	0,33
SNC	Sonaecom	Telecomunicações Móveis	0,81
SUCO	Sumol Compal	Bebidas	0,20
TDU	Teixeira Duarte	Construção e Materiais	0,38
SCT	Toyota Caetano Portugal	Engenharia Industrial	0,19
ZON	ZON Multimédia	Media	1,70
			80,65

Fonte: Euronext. * Segundo a classificação sectorial ICB (site Euronext). ** De acordo com a Euronext – Psi Geral Gr. Os pesos são baseados nas cotações de fecho do último dia de negociação. Dados retirados a 4 de Abril 2011.

Tabela B – Variáveis incluídas na análise metodológica

Variável	Símbolo	Definição/forma de cálculo
Q de Tobin	Q	(Valor de mercado do capital próprio + valor contabilístico da dívida) / valor contabilístico do activo total
Rendibilidade do Activo	ROA	Resultado líquido / activo total
Rendibilidade do Capital Próprio	ROE	Resultado líquido / capital próprio
Concentração de Propriedade	CONC	Percentagem detida pelos 5 maiores accionistas e/ou participações qualificadas superiores a 2%.
Dimensão do <i>Board</i>	DBOARD	Logaritmo natural do número total de membros do <i>board</i> .
Estrutura do <i>Board</i>	BOARD	Membros externos do <i>board</i> / total membros do <i>board</i>
Independência do <i>Board</i>	IBOARD	Variável <i>dummy</i> . Assume o valor 1 se a percentagem dos membros independentes for superior a 25%. Caso seja inferior, assume o valor 0.
Dimensão da Empresa	DIM	Logaritmo natural do volume de vendas
Alavancagem	ALAV	Dívida de longo prazo / activo total